



Nº 17 – Abril de 2012

PUBLICACIÓN SEMESTRAL

Equipo: Ana Claudia Alem, Fabrício Catermol, Rodrigo Madeira, Simone Saisse y Ricardo Agostini Martini

Apoio: Vicente Pereira

Disponibile en: http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_es/Institucional/Publicaciones_y_Presentaciones/sinopsis_internacional.html

SUMARIO

Panorama mundial.....	1
Desempeño económico reciente.....	6
Estados Unidos.....	6
Europa.....	9
Japón.....	10
Países emergentes.....	12
Brasil.....	13
Box 1.1: Desempeño macroeconómico de los países exportadores de <i>commodities</i> y vulnerabilidad externa.....	17
Desempeño y Tendencias de la Inversión Externa Global.....	21
Datos preliminares.....	21
Inversiones <i>greenfield</i>	24
Estimativa de la UNCTAD.....	26
Comercio internacional.....	27
Box 3.1: OMC y OCDE firman memorándum de entendimiento para divulgación de estadísticas de comercio exterior por valor añadido.....	31
ARTÍCULO ESPECIAL: Las Perspectivas del Crédito a la Exportación en el Mundo.....	34
La coyuntura pos crisis.....	34
El escenario del apoyo público a la exportación.....	36
Box 4.1: El US Ex-im y la práctica de <i>matching</i> para el Pakistán.....	39
Las expectativas para el crédito a la exportación.....	40

1) PANORAMA MUNDIAL

El *World Economic Outlook*, divulgado por el Fondo Monetario Internacional en abril, muestra las últimas proyecciones hechas por la institución para el crecimiento económico mundial (Tabla 1.1). El documento resalta que la economía global se ve en un proceso gradual de recuperación en el presente momento, sin embargo amenazado por la actual coyuntura en la Zona del Euro y por otras fragilidades internas en las demás economías. Además, existen otros riesgos a la recuperación económica, como los problemas relacionados a la reglamentación financiera en Europa, la trayectoria de la política fiscal norteamericana y los factores geopolíticos relacionados al petróleo.

El IMF prevé que el PIB global debe crecer un 3,50% en 2012, ante un 4,0% previstos anteriormente, en septiembre. La reducción de la proyección de crecimiento se debe, especialmente, a la situación en la Zona del Euro, la cual debe presentar una pequeña caída real del PIB

este año como resultado del aumento de los riesgos soberanos, de los efectos del desapalancamiento de los bancos sobre la economía real y de los impactos del proceso de ajuste fiscal adoptado por la mayor parte de los gobiernos nacionales de la región. Además, es esperada una desaceleración de las economías en desarrollo, que

La Sinopsis Internacional es de total responsabilidad de sus autores y no refleja la posición oficial del BNDES.

Cierre de la edición: 24.4.2012

Correo electrónico: sinopseinternacional@bndes.gov.br

Teléfono: 55 – 21 – 2172-7369

Para recibir la Sinopsis Internacional directamente en su correo electrónico, entre en contacto con nosotros.

vienen tirando el dinamismo económico mundial en los últimos años, debido al empeoramiento del escenario externo, que perjudica la demanda por exportaciones, y a la debilitación de la demanda interna.

Tabla 1.1: Proyecciones del crecimiento mundial (%)

Tasa de crecimiento del PIB real (%)						
	FMI				Proyecciones IIF	
	2010	2011	2012p	2013p	2012p	2013p
Mundo	5,3	3,9	3,5	4,1	3,0	3,6
Economías Avanzadas	3,2	1,6	1,4	2,0	1,3	1,7
EUA	3,0	1,7	2,1	2,4	2,5	2,5
Zona del Euro	1,9	1,4	-0,3	0,9	-0,4	0,9
Alemania	3,6	3,1	0,6	1,5	-	-
Francia	1,4	1,7	0,5	1,0	-	-
Inglaterra	2,1	0,7	0,8	2,0	-	-
Japón	4,4	-0,7	2,0	1,7	2,2	1,5
Economías en Desarrollo	7,5	6,2	5,7	6,0	5,5	6,0
Brasil	7,5	2,7	3,0	4,1	3,2	5,2
México	5,5	4,0	3,6	3,7	3,6	4,0
China	10,4	9,2	8,2	8,8	8,4	8,8
India	10,6	7,2	6,9	7,3	7,0	7,0
Sudáfrica	2,9	3,1	2,7	3,4	2,9	3,7
Rusia	4,3	4,3	4,0	3,9	3,5	4,0

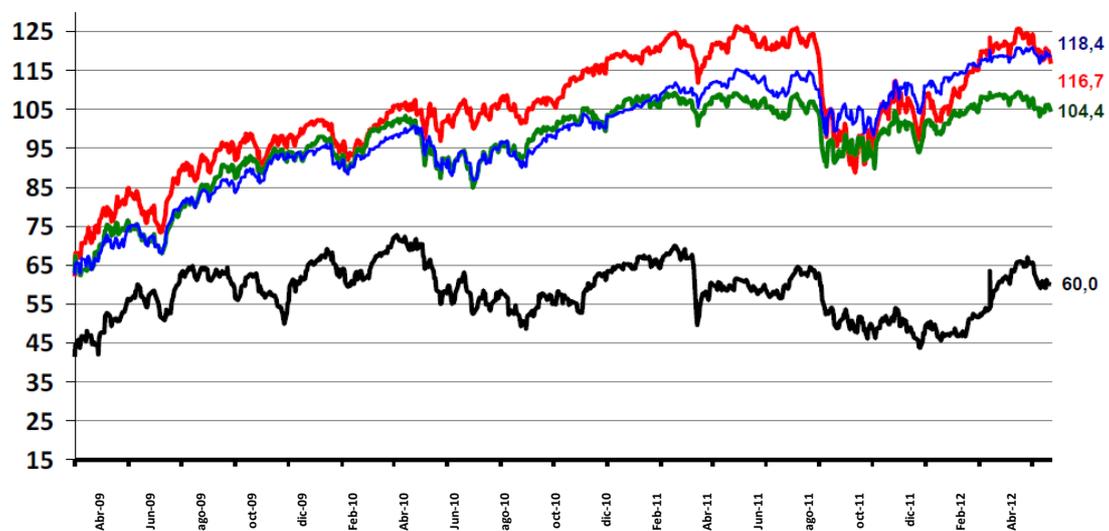
Fuentes: FMI (World Economic Outlook de Abril de 2012) e IIF (Global Economic Monitor de Abril de 2012)

En los últimos meses de 2011, el crecimiento económico en las economías desarrolladas fuera de la Zona del Euro quedó arriba de lo esperado. En Estados Unidos, se verificó aumento de la confianza de los consumidores, fortalecimiento de la formación bruta de capital fijo y señales de recuperación del mercado inmobiliario. En Japón, la recuperación de los efectos de las catástrofes de 2011 – el terremoto seguido de *tsunami* en su territorio y las inundaciones en Tailandia – sobre las cadenas productivas está sucediendo de manera más rápida de lo previsto. Por eso, a pesar del país haber verificado caída real del PIB en el último trimestre, esa fue menor que lo previsto anteriormente. Sin embargo, las economías emergentes y subdesarrolladas, a pesar de que aún sigan trayectoria de crecimiento económico firme y arriba de la media mundial, pasan por una desaceleración brevemente mayor de lo que la prevista. Eso se debe al efecto de la crisis en la Zona del Euro sobre sus mercados importadores y a los efectos de políticas de contracción adoptadas en el pasado reciente, que aflojaron sus costes privados.

Por eso, las previsiones para corto plazo indican que el proceso de desaceleración deberá seguir una inclinación más suave que la proyectada anteriormente. El principal desafío a la economía global es la intensificación de la crisis en la Zona del Euro, interactuando con las fragilidades financieras internas en los demás países. Las preocupaciones con perjuicios del sector bancario, sumado por las incertidumbres a respecto de la sustentabilidad de la situación fiscal en la Zona del Euro, elevaron los riesgos soberanos de varios países de la región para los mayores niveles desde la

creación de la Unión Europea. La banca, en este momento de grande incertidumbre, manifestó fuerte preferencia por la liquidez, reduciendo la oferta de crédito en la región. A pesar de las iniciativas del Banco Central Europeo para la refinanciación de deudas, que trajo confianza a los mercados financieros y redujo la volatilidad de los flujos monetarios internacionales en los últimos meses (Gráfico 1.1), los efectos del comportamiento de los bancos privados afectaron otras economías en el mundo. Más precisamente, ocurrió un deterioro en las operaciones de crédito en diversas economías desarrolladas, una reducción de los flujos de capital para las economías en desarrollo del este asiático y una mayor volatilidad en los mercados cambiales, con la presión para la apreciación del yen japonés y la depreciación en los mercados emergentes asiáticos.

Gráfico 1.1: Mercado bursátil mundial (base: 03.01.2007 = 100)



Fuente: Macro-datos Último dato 23 de Abril — Nikkei 225 — DAX — FTSE 100 — Dow Jones

Sin embargo, se debe tener claro que los riesgos que la economía mundial enfrenta no deben provocar una nueva depresión. Se espera que las economías avanzadas consigan evitar nueva recesión, mientras que los países en desarrollo desaceleran desde una trayectoria de crecimiento mayor. Esa calidad debe mantenerse desde que las autoridades económicas de la Zona del Euro mantengan, o hasta intensifiquen las medidas de combate a la crisis. La tasa básica de intereses adoptada por el BCE fue reducida del 1,50% para el 1,25% al año en noviembre y para el 1,00% en diciembre, y es esperado un nuevo corte en meados este año.

Por otro lado, de acuerdo con el último *Global Economic Monitor*, elaborado por el Institute of International Finance (IIF), las medidas de ajuste adoptadas en la Zona del Euro no vienen funcionando como deberían. O sea, la política monetaria en el mundo desarrollado nunca fue tan floja, pero sus resultados en términos de demanda añadida están siendo decepcionantes, y aún pueden estar creando inestabilidad en los mercados financieros y cambiales internacionales. De acuerdo con la institución, la trampa de liquidez caracterizada por la limitada eficacia de las medidas de estímulo monetario por el BCE ocurre de tres factores principales. Primero, las rami-

ficaciones globales de la crisis europea aumenta la incertidumbre en los mercados de crédito, lo que mantiene la banca en un comportamiento de aversión al riesgo en todo el mundo. Segundo, la preferencia por la liquidez de los bancos puede estar siendo agravada por el proceso de reformas estructurales en el sistema financiero europeo, adoptado en consecuencia de la crisis iniciada al final de 2008. Tercero, los flujos de capital para las economías del este asiático cayeron en los últimos meses como consecuencia de la crisis en Europa. Ese último factor ocurre, por su vez, tanto de la elevación de la aversión al riesgo en nivel global, ya que los inversionistas se fugan de los títulos de países menos desarrollados, vistos como más arriesgados, como también del efecto riqueza negativo de los inversionistas europeos (inversionistas individuales e instituciones financieras), quiénes, delante de la pérdida del valor de su patrimonio delante de la crisis, necesitan ajustar sus carteras de inversiones, retirando capital de las economías emergentes.

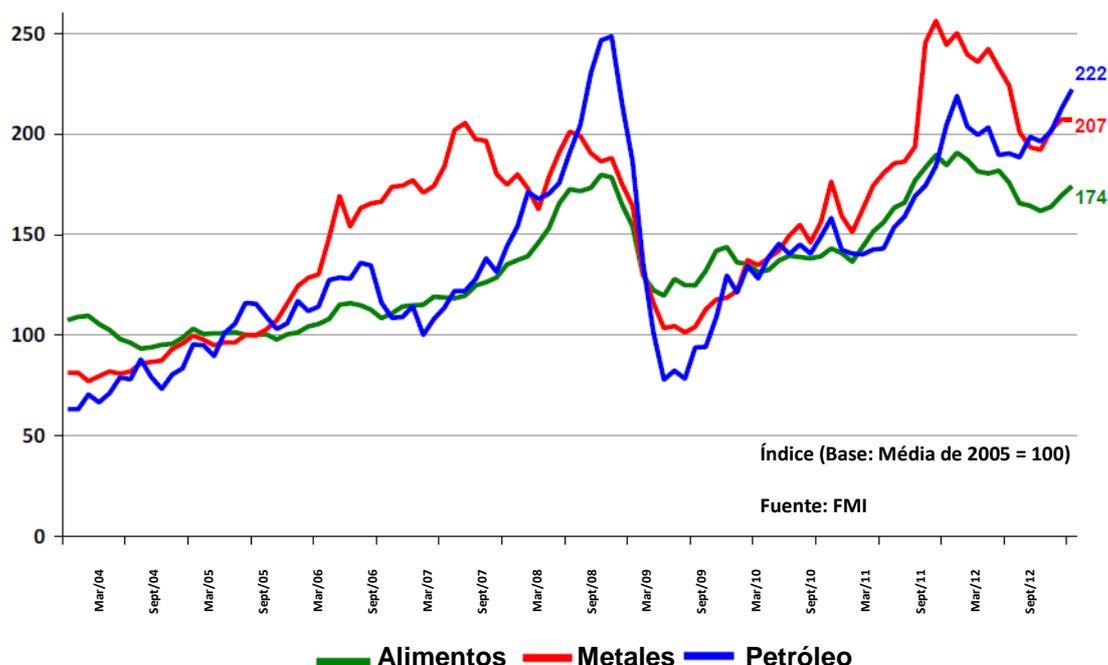
Dado el actual escenario, el IMF proyecta para la Zona del Euro una breve recesión en 2012, con el PIB presentando una caída del 0,3%. Ese valor fue revisado en -0,5 p.p. con relación a la previsión de septiembre de 2011, a causa de la elevación del riesgo soberano de los países de la región, de los efectos del desapalancamiento bancario sobre la economía real y por el impacto de las noticias medidas de ajuste fiscal sobre la demanda añadida. Para los demás países desarrollados, la institución prevé un crecimiento positivo, aunque menor que lo previsto anteriormente, dado el menor espacio para acción de políticas macroeconómicas expansionistas y el desbordamiento de las adversidades de la economía europea por las corrientes de comercio internacional, exacerbando dificultades económicas internas en esos países.

En las economías en desarrollo, se prevé un crecimiento menor para este año, del 5,70% ante el 6,25% previstos en septiembre. La revisión del valor se debe al deterioro en el escenario externo y a la desaceleración de la demanda doméstica en los principales países del grupo. Entre esos países, los asiáticos deberán continuar liderando el crecimiento económico del grupo, del 7,30% ante el 8,25% previstos en septiembre. Por otro lado, se espera que el mayor impacto de la crisis ocurra sobre las economías de Europa Central y del Este Europeo, las cuales mantienen los mayores lazos comerciales y financieros con la Zona del Euro. En las demás economías en desarrollo, el impacto será más blando, pues los gobiernos tienen grados de libertad para actuar con política macroeconómica, de modo a mitigar los efectos de la menor demanda de las economías desarrolladas y mayor aversión al riesgo en los mercados globales.

El precio del petróleo se mantuvo estable en los últimos meses, debido a la expansión de la producción mundial. Sin embargo, incluso con la desaceleración de la actividad económica global, los precios deben retraerse apenas marginalmente este año. Pues, los riesgos geopolíticos – en especial en el Oriente Medio – deben mantenerse elevados por un plazo indeterminado. Además, pesará cada vez más el aumento de la demanda de los países subdesarrollados, que continuarán creciendo en ritmo superior a la media de la economía mundial. Por fin, el petróleo podrá ser utilizado como *hedge* por los inversionistas financieros, debido a la actual situación de los mercados, en que las tasas de intereses internacionales están bajas y las mo-

nedas de los países desarrollados sufren presión para depreciación. En relación a las otras *commodities*, se espera que los precios declinen a lo largo del año, por el efecto acordado de la evolución positiva de su oferta y de la desaceleración internacional de su demanda (Gráfico 1.2).

Gráfico 1.2: Índice de los precios de las *commodities* (base: media de 2005=100)



La inflación debe desacelerarse este año en nivel global, manteniendo la trayectoria de los últimos meses, siguiendo la inclinación de desaceleración de la demanda añadida y de estabilización o retracción de los precios de las *commodities* (Tabla 1.2). En las economías avanzadas, se espera que el elevado *gap* del producto, la situación del mercado de trabajo y la estabilidad de las expectativas del mercado detengan las presiones sobre los precios, y enfríen aún más los efectos del alta de las *commodities* del año pasado. En media, las variaciones de los índices de precios al consumidor en esos países deberán quedarse al rededor del 1,5% este año ante el 2,75% en 2011, según previsión del IMF. Ya en las economías en desarrollo, las presiones también deben ceder este año, debido a la desaceleración del crecimiento y de la trayectoria de los precios de los alimentos, aunque de manera heterogénea entre los países. La inflación debe ceder vigorosamente en el este asiático y moderadamente en América Latina, al paso que en India y en Indonesia, cuyas economías operan en el límite de sus capacidades, la inclinación es de aceleración. El IMF proyecta inflación media del 6,25% en esos países en 2012, 1 p.p. debajo de lo verificado en 2011.

Tabla 1.2: Índice de precios al consumidor (%) – países seleccionados

Mes	Estados Unidos		Zona del Euro		Alemania		Inglaterra		Japón		China	
	% mes	% año	% mes	% año	% mes	% año	% mes	% año	% mes	% año	% mes	% año
sep-11	0,3	3,9	0,8	3,0	0,3	2,6	0,6	5,2	0,0	0,0	0,5	6,1
oct-11	0,0	3,5	0,3	3,0	0,1	2,5	0,1	5,0	0,1	-0,2	0,1	5,5
nov-11	0,1	3,4	0,1	3,0	0,1	2,4	0,2	4,8	-0,6	-0,5	-0,2	4,2
dic-11	0,0	3,0	0,3	2,7	0,0	2,1	0,4	4,2	0,0	-0,2	0,3	4,1
ene-12	0,2	2,9	-0,8	2,7	0,2	2,1	-0,5	3,6	0,2	0,1	1,5	4,5
feb-12	0,4	2,9	0,5	2,7	0,3	2,3	0,6	3,4	0,2	0,3	-0,1	3,2
mar-12	0,3	2,7	1,3	2,7	0,3	2,1	0,3	3,5	-	-	0,2	3,6

Fuente: U.S. Department of Labor, Eurostat, Destatis, U.K. Office for National Statistics, Ministerio del Interior e Comunicaciones (Japón), Oficina Nacional de Estadísticas (China)

% año: variación acumulada en 12 meses.

Desempeño Económico Reciente

Estados Unidos

En Estados Unidos, de acuerdo con la Oficina Nacional de Análisis Económico, el PIB registró crecimiento del 3,0% en el cuarto trimestre de 2011 en comparación con el trimestre inmediatamente anterior. Los destaques fueron la aceleración del consumo de las familias, de la formación bruta de capital fijo y de las inversiones habitacionales. Por otro lado, se verificó retracción de los costes del gobierno federal y de los gobiernos provinciales y locales y aumento de las importaciones. Delante el mismo trimestre de 2010, el crecimiento fue del 1,6%. En el acumulado de 2011, la economía norteamericana creció un 1,7%.

El destaque de la economía norteamericana en los últimos meses son los datos del mercado de trabajo. La reducción sostenida de la tasa de desempleo, así como el menor volumen de los nuevos pedidos semanales de auxilio desempleo en los últimos cuatro años parecen ser señales de una aceleración de la recuperación económica del país (Gráfico 1.3). Sin embargo, la recuperación de los empleos en el país sigue un ritmo más lento que en todos los momentos de pos crisis en los últimos 50 años, según muestra el Gráfico 1.4.

Gráfico 1.3: Tasa de desempleo (EEUU)

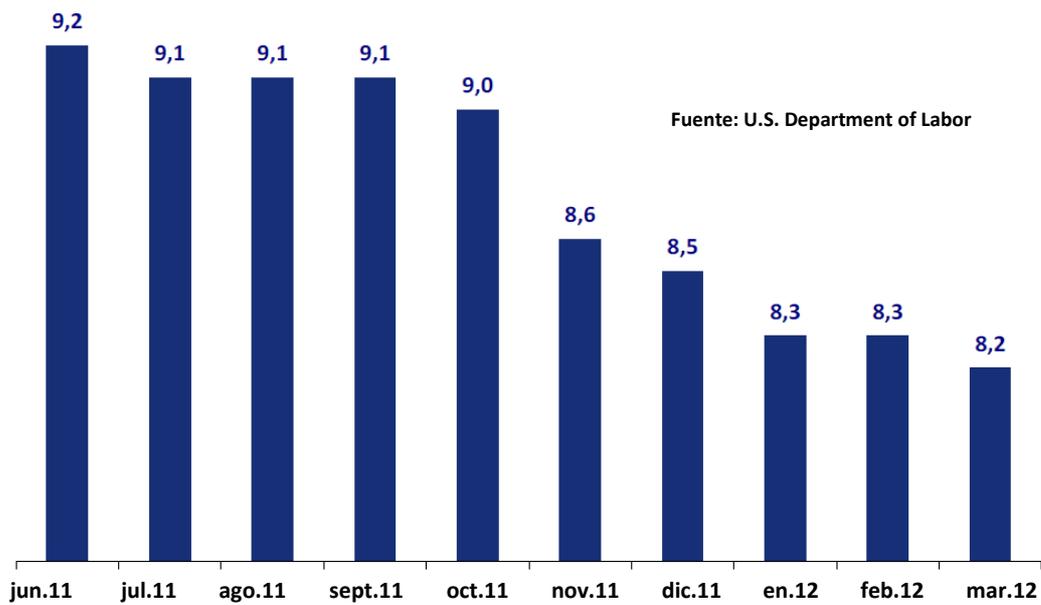
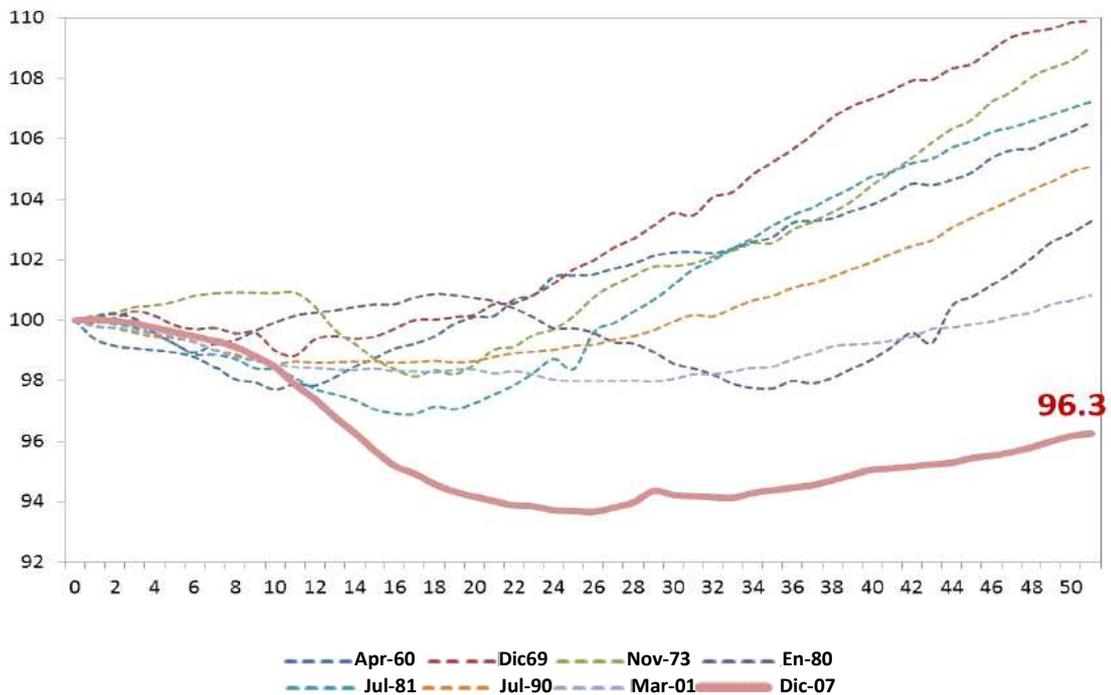


Gráfico 1.4: Trayectoria de la recuperación del empleo en EEUU siguiendo las recesiones desde 1960 (t = 0 no mes inmediatamente siguiente al inicio de una recesión)



Fuente: Elaboración propia desde datos de Bloomberg.

La política macroeconómica está favorable a la recuperación del crecimiento del PIB. Con relación a la política fiscal, se espera que el Congreso mantenga los actuales programas de corte de impuestos sobre la nómina y de concesión de desempleo.

Con relación a la política monetaria, en los últimos meses, el Federal Reserve adoptó medidas de cambios cualitativos en su conducción buscando, al mismo tiempo, aflojar aún más la oferta de liquidez en el país y mejorar su comunicación con el público. El conjunto de medidas adoptadas puede ser agrupado en cuatro ítems principales. Primero, mantener las tasas de intereses de los títulos federales excepcionalmente bajas, con techo del 1,0% al año hasta el final de 2014, cerca de un año a más de lo que fue decidido anteriormente. Segundo, considerar la posibilidad de un nuevo programa de compra de títulos públicos (el programa *Quantitative Easing 3*). Tercero, permitir la publicación de las previsiones individuales de los miembros del Consejo de Política Monetaria (FOMC) a respecto de la evolución de la tasa de intereses en el país. Cuarto, por fin, adoptar la meta de inflación explícita del 2,0% al año. Las medidas tienen el efecto esperado de señalar a los agentes privados que el FED está dispuesto a continuar contribuyendo para la recuperación de la economía del país, y con eso buscar revivir el estado de ánimo del mercado.

Históricamente, el sector inmobiliario norteamericano es un de los primeros a recobrase después de una recesión macroeconómica. En la situación contemporánea, los indicadores más recientes son optimistas con relación al desempeño del sector (Tabla 1.3). Las ventas de inmuebles existentes, por ejemplo, registran crecimiento anual hace ocho meses consecutivos. Además, en febrero el número de residencias construidas, así como de licencias para nuevas construcciones, creció más del 34% con relación al número registrado en el mismo mes de 2011. Sin embargo, actualmente, el impacto de ese sector para la recuperación del país, a pesar de positivo, está por debajo de lo esperado por tres razones principales. En primer lugar, aún hay un exceso de oferta de residencias debido al *boom* de construcciones en la última década. En segundo lugar, las condiciones de crédito al sector (*mortgages*) están desfavorables, y agravadas por un gran número de casas hipotecadas. Por fin, todo ese crecimiento reciente sucede sobre un nivel bastante deprimido, y está aún muy abajo de la calidad anterior a la crisis financiera de 2008. Por eso, se sugiere que políticas ejecutadas por el *Federal Reserve* podrían ayudar al sector a levantarse, especialmente en lo que se refiere a la regulación del crédito inmobiliario.

Tabla 1.3: Indicadores del sector inmobiliario norteamericano

Mes	Gastos con Construcción		Licencias para nuevas Construcciones		Construcción de nuevas Residencias		Ventas de Inmuebles Existentes		Ventas de Inmuebles Nuevos		Índice de Precios de Inmuebles	
	% mes	% año	% mes	% año	% mes	% año	% mes	% año	% mes	% año	% mes	% año
sep-11	0,2	-1,3	-5,8	5,7	7,7	10,2	-3,0	11,1	5,7	-0,9	0,3	-3,7
oct-11	0,8	-0,4	10,9	17,7	-0,3	16,5	1,4	13,6	1,3	8,9	-0,9	-2,8
nov-11	1,2	0,5	5,7	20,7	9,3	24,3	4,0	12,2	1,6	9,8	0,7	-1,8
dic-11	1,5	4,3	-0,1	7,8	-4,1	24,9	5,0	3,6	-2,2	-7,3	0,1	-0,8
ene-12	-0,1	7,1	0,7	19,0	1,5	9,9	4,3	0,7	-0,9	3,5	0,0	-0,8
feb-12	-1,1	5,8	5,1	34,3	-1,1	34,7	-0,9	8,8	-1,6	11,4	0,3	0,4
mar-12	-	-	4,5	30,1	-5,8	10,3	-2,6	5,2	-7,1	7,5	-	-

Fuente: U.S. Department of Commerce, National Association of Realtors, Federal Housing Finance Agency.

% año: variación en el mes contra el mismo mes del año anterior.

Europa

En la zona del Euro, hubo una recesión moderada en el último semestre de 2011. Según el Instituto de Estadísticas de la Unión Europea (Eurostat), el PIB de la Zona del Euro, que comprende diecisiete países, tuvo caída del 0,3% en el cuarto trimestre de 2011 en comparación con el trimestre inmediatamente anterior. En esa base de comparación, todos los componentes de la demanda añadida tuvieron desempeño negativo: consumo de las familias (-0,4%), formación bruta de capital fijo (-0,7%), exportaciones (-0,4%) e importaciones (-1,2%). La economía creció el 0,7% en el trimestre en la comparación con el mismo trimestre del año anterior y el 1,4% en el acumulado de 2011. Sin embargo, debido a los factores presentes en la economía de la región – aprieto fiscal, desapalancamiento de los bancos y tensiones financieras persistentes – el desempeño del producto fue superior al esperado. Además, el desempeño del PIB es divergente entre las economías de la región. Por un lado, las economías periféricas se encuentran en un círculo vicioso de aprieto fiscal y contracción del PIB desde 2010, de modo que están experimentando un empeoramiento de su crisis. Por otro lado, las economías centrales pasan por una desaceleración menos pronunciada, aunque interrumpiendo el ciclo de recuperación que se había iniciado en el tercer trimestre de 2009.

De acuerdo con los índices de gerentes de compra (*Purchasing Managers Index*, o PMI), divulgado por el Instituto Markit Economics, la situación económica de la zona del Euro aún es de reducción en el ritmo de actividades, tanto en el sector manufacturero como en el sector de servicios, y esa inclinación deberá manifestarse en la próxima estimativa del PIB, según muestra la Tabla 1.4. El desempeño del sector de servicios es brevemente superior al de las manufacturas, tal cual se manifiesta en los últimos resultados de la producción industrial de la región (-1,8% en diciembre en comparación con diciembre de 2010), además de la estabilidad de la confianza de los consumidores registrada en los últimos meses. Además, el desempeño de las grandes economías, principalmente de Alemania, del Reino Unido y, en menor grado, de Francia, es superior al de la media de los países en la región. Eso refuerza la constatación de que la actual crisis es más intensa en los países periféricos de Europa.

Tabla 1.4: Índices de Gerentes de Compras (PMI) – países europeos

	Zona del Euro		Alemania		Francia		Inglaterra	
	Manuf.	Servicios	Manuf.	Servicios	Manuf.	Servicios	Manuf.	Servicios
sep-11	48,5	48,8	50,3	49,7	48,2	51,5	50,8	52,9
oct-11	47,1	46,4	49,1	50,6	48,5	44,6	47,8	51,3
nov-11	46,4	47,5	47,9	50,3	47,3	49,6	47,7	52,1
dic-11	46,9	48,8	48,4	52,4	48,9	50,3	49,7	54,0
ene-12	48,8	50,4	51,0	53,7	48,5	52,3	52,0	56,0
feb-12	49,0	48,8	50,2	52,8	50,0	50,0	51,5	53,8
mar-12	47,7	49,2	48,4	52,1	46,7	50,1	52,1	55,3
abr-12	46,0	47,9	46,3	52,6	47,3	46,4	-	-

Fuente: Instituto Markit Economics.

Obs: arriba de 50, el índice indica expansión del sector; abajo de ese valor, indica contracción.

La crisis del endeudamiento soberano continúa siendo un potencial riesgo para el panorama económico europeo. Sin embargo, ese riesgo puede ser considerado bajo, debido a la posibilidad de que el Banco Central Europeo (BCE) adopte nuevas medidas agresivas para propiciar liquidez a la economía de la región. Sin embargo, aún cuando esas noticias políticas sean adoptadas, no es esperado desempeño positivo del PIB en el corto plazo, como ya señalado por los índices PMI en el último trimestre, una vez que la demanda doméstica está restringida por la contracción fiscal y por la menor disponibilidad de crédito bancario al público. Esos factores están reflejados, en primer lugar, en el insignificante desempeño de las ventas en el menudeo en la Zona del Euro, que acumula resultados negativos anuales desde mayo de 2011. Por eso, las previsiones para el porvenir próximo de la economía europea son de pequeña caída en el PIB en el corto plazo y lenta recuperación en el medio plazo.

Por otro lado, en lo que se refiere a la política monetaria, se constata que el BCE mantiene una barrera sistémica efectiva contra un empeoramiento de la crisis. En diciembre de 2011, la institución aprobó la refinanciación de las operaciones de largo plazo de hasta tres años, con la inyección de 190 mil millones de euros en los mercados. Esas operaciones deberán garantizar dos principales potenciales efectos positivos. En primer lugar, la reducción del coste de los empréstitos en el mercado interbancario, propiciada por la mayor confianza de los mercados financieros. En segundo lugar, la preocupación con la liquidez de largo plazo deberá facilitar los flujos de crédito para la economía real, de modo capaz de revertir la actual inclinación de empeoramiento en la disponibilidad de recursos bancarios para las empresas no financieras y las familias. Según informes ya divulgados, rápidamente después del anuncio de la política ya se ha verificado una mejora en la confianza de los agentes económicos y la consecuente reducción de los costes de empréstitos en toda la región.

En las economías periféricas, las perspectivas son aún menos animadoras. La competitividad de esos países viene cayendo desde la adopción del Euro, debido al crecimiento de sus costes con mano de obra arriba de sus socios comerciales, la desaceleración de las ganancias de productividad y la apreciación cambial. Incluso con todas las reformas implementadas desde la crisis de 2008, se estima que apenas mitad del deterioro de la competitividad desde la adopción de la moneda común fue revertida.

Japón

En Japón, el Departamento de Estadísticas informó que el PIB registró caída del 0,2% en el cuarto trimestre de 2011 ante el trimestre inmediatamente anterior, tirada por la caída del 11,8% de las exportaciones y del 8,4% de las inversiones públicas. Por otro lado, los destaques fueron a alta del 20,7% de las inversiones privadas no habitacionales y del 10,3% de la formación bruta de capital fijo. Ante el mismo trimestre de 2010, la economía del país registró contracción del 0,6%. El desempeño

de la economía japonesa está influenciado, especialmente, por la gran declinación en las existencias de las empresas y de presiones negativas del sector externo.

Las exportaciones acumularon pérdidas del 12,0% en 2011, registrando resultados negativos desde octubre de 2011 en la comparación anual. En enero de este año, el país registró déficit comercial de 1,3 mil millones de yenes. Eso se debió a tres motivos: primero, el impacto de las inundaciones en Tailandia sobre las cadenas productivas de electroelectrónicos y de autos; segundo, la persistente valorización de la moneda nacional, el yen; tercero, la desaceleración de la demanda externa. Por otro lado, las importaciones crecieron cerca del 12,0% al mes en los últimos seis meses, tiradas por la creciente demanda por combustibles fósiles, pese a la actual difícil situación del complejo nuclear del país.

Según el *Economy Watchers Survey*, documento divulgado por el Banco de Japón (BoJ), la demanda doméstica del país mantiene una trayectoria de recuperación comedita, pero persistente, en los últimos meses. Los costes de las familias con consumo vienen siendo estimulados por los programas de subsidio al sector de autos adoptados por el gobierno nacional. Al lado de los costes de las empresas con inversiones, el destaque es el sector de construcción, principalmente como consecuencia del proceso de reconstrucción de la infraestructura después de las catástrofes ocurridas al inicio del año pasado. En ese sector, la oferta de empleos viene expandiéndose por 23 meses consecutivos.

En 2012, se espera que el país mantenga una trayectoria de crecimiento económico comedito, aún liderado por las obras de reconstrucción, las cuales deberán mantener la demanda doméstica calentada en el corto plazo. En medio plazo, también se espera una recuperación de las exportaciones, una vez que los efectos de las inundaciones en Tailandia deberán ser resueltos pronto.

La política monetaria del país está favorable a la demanda añadida. El BoJ amplió su programa de compra de activos para el montante de 65 billones de yenes, reduciendo de esa manera el coste de emisión de la deuda pública contraída para las obras de reconstrucción. Además, la meta de inflación explícita del 1,0% al año señala que nuevas medidas expansionistas vendrán, una vez que el último dato divulgado sobre el índice de precios al consumidor del país revela alta anual del 0,3% en febrero.

Sin embargo, el porvenir del dinamismo económico japonés es acompañado de grandes incertidumbres, especialmente en relación a su sector energético. El terremoto de marzo de 2011 redujo bruscamente la capacidad de producción energética del país, una vez que dos tercios de las usinas nucleares japonesas fueron cerradas después del vaciamiento en Fukushima, y eso afecta, especialmente, las decisiones de inversiones y la producción de las empresas. Así, el país se está volviendo cada vez más dependiente de las fuentes externas de energía, principalmente de combustibles fósiles, con efectos adversos sobre el balance de pagos y el saldo en cuenta corriente en los últimos meses. A eso se suma el déficit fiscal creciente debido a las

obras de reconstrucción de la infraestructura nacional, con el efecto adicional de colaborar con el mantenimiento de la valorización de la moneda nacional.

Países Emergentes

De acuerdo con las estimativas del IMF, divulgadas en el *World Economic Outlook* de abril de 2012, las economías emergentes crecieron en su totalidad el 6,2% en el año de 2011, siendo del 4,6% el crecimiento estimado para América Latina y Caribe, y del 7,9% para Asia (ver Tabla 1.1). La coyuntura económica, así como los desafíos a corto y medio plazo, es distinta entre los países de los dos grupos.

Las economías emergentes asiáticas superaron los efectos de la crisis financiera de 2008 y supieron manejar los momentos de grave incertidumbre en la coyuntura internacional. Sin embargo, el mantenimiento del actual modelo de crecimiento dirigido a las exportaciones puede mantener esas economías vulnerables a una desaceleración prolongada de la demanda externa.

Por eso, actualmente, las consecuencias de la crisis financiera internacional están cada vez más determinando el panorama macroeconómico de la región. Las incertidumbres sobre el porvenir de la zona del Euro, agravadas por la implementación de medidas cada vez más rígidas de reglamentación bancaria, potencian la demanda global por liquidez en moneda fuerte (especialmente el dólar). Los países del este asiático, por contar con una gran oferta de liquidez proveniente de inversiones extranjeras y superávits comerciales, se vuelven fuentes de recursos, sufriendo salidas macizas de capitales. Las salidas de capitales calientan los mercados cambiales, haciendo presión para que las tasas de cambio locales se deprecien con relación al dólar. Para evitar que esa presión cambial provoque aceleración inflacionista, los bancos centrales en la región buscan esterilizarla, quemando reservas en moneda extranjera. Incluso China, país que mantiene un rígido sistema de controles de capitales extranjeros viene presentando deterioro en su cuenta corriente, con la contribución del mayor volumen de inversiones chinas en el exterior y del menor volumen de capitales extranjeros recibidos.

Con el relativo cambio en las condiciones financieras al final de 2011, gracias a las operaciones de refinanciación adoptadas por el Banco Central Europeo, las cuales permitieron una mejoría en el nivel de confianza de los mercados financieros y un alivio en la preferencia por la liquidez por dólar por parte de los inversionistas, la inclinación de la influencia externa sobre el panorama macroeconómico asiático se alteró. Los países volvieron a recibir flujos de capitales externos en los últimos meses, y la presión sobre sus cotizaciones cambiales también se enfrió. Sin embargo, los precios de los fondos de *private equity* continúan desfasados, especialmente en las economías más maduras de esa región.

En China, de acuerdo con la Oficina Nacional de Estadísticas, el PIB registró crecimiento del 8,1% en el primer trimestre de 2012 en la comparación con el mismo período del año pasado. El destaque fue el crecimiento del sector industrial (9,1%).

En la comparación con el trimestre inmediatamente anterior, el crecimiento fue del 1,8%.

En India, el elevado déficit en cuenta corriente, acordado con la dependencia de financiación externa, ha traído una creciente vulnerabilidad del país con relación a la situación de los mercados financieros internacionales. En los últimos meses de 2011, antes que las noticias medidas del BCE entraran en vigor, el país acumuló pérdida de 24 mil millones de dólares en reservas. Incluso con el enfriamiento de la crisis del endeudamiento europeo, el país tiene su cuenta corriente desmejorada con la desaceleración de las exportaciones, cuya inclinación siguió durante todo el segundo semestre de 2011. La situación en India es semejante a la de Indonesia y de Malasia.

En América Latina, las economías fueron, en general, más intensamente alcanzadas por la crisis europea que por las asiáticas. Ese contagio fue verificado tanto por la caída en las exportaciones como por la caída de la confianza de los agentes económicos con relación al porvenir. Sin embargo, en los primeros meses de 2012, el momento pasó a ser de recuperación, gracias a la relativa recuperación de la economía mundial y al aflojamiento de la política monetaria en muchos países de la región. La inflación, aunque esté arriba de la meta en algunos países, está en declinación. Eso sucede debido a la trayectoria reciente de crecimiento del PIB abajo de la media histórica, lo que reduce el poder de negociación de las empresas sobre sus precios.

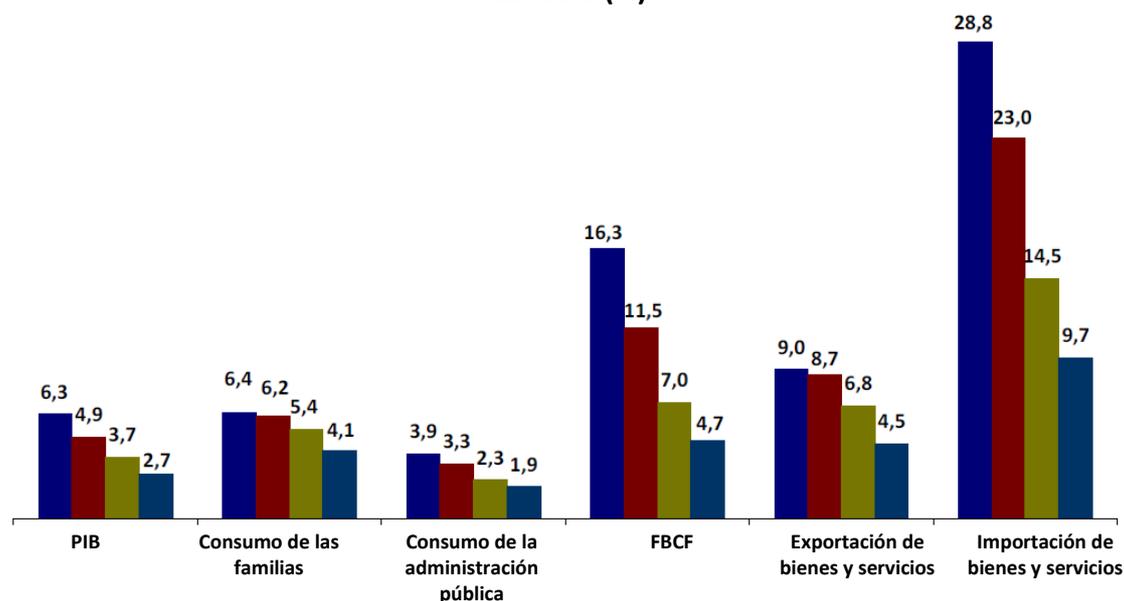
Brasil

En Brasil, según datos divulgados por el IBGE, el producto interno bruto a precios de mercado y con ajuste estacional presentó variación positiva del 0,3% en el cuarto trimestre de 2011 con relación al trimestre inmediatamente anterior, alcanzando R\$ 1.090,7 mil millones en valores corrientes. En comparación con el cuarto trimestre de 2010, el PIB a precios de mercado registró crecimiento del 1,4%. El mayor destaque fue la agropecuaria, con crecimiento del 8,4%, explicada por el desempeño de algunos productos con cosecha relevante en el trimestre y por el crecimiento de la productividad de la cosecha de 2011 frente a frente el área plantada. La industria tuvo variación negativa del 0,4%, tirada por la industria de transformación (-3,1%). Los servicios tuvieron crecimiento del 1,4%, con destaque para los servicios de información (4,6%). Entre los componentes de la demanda añadida, las exportaciones de bienes y servicios fueron lo destaque (3,7%). El consumo de las familias tuvo alta del 2,1%, a 33ª variación positiva consecutiva en esa base de comparación.

En 2011, el PIB a precios de mercado creció 2,7% con relación al año anterior, según muestra el Gráfico 1.5. Gracias a ese crecimiento, el PIB *per cápita* alcanzó R\$ 21.252 (en valores corrientes), alta del 1,8% con relación a 2010. La agropecuaria tuvo variación positiva del 3,9%, influenciada por ganados de productividad y por condiciones climáticas favorables. La industria creció 1,6%, con destaque para el subsector de electricidad y gas, agua, cloaca y limpieza urbana (3,8%). Los servicios crecieron 2,7%, tirados por el subsector de servicios de información (4,9%). En el análisis

de la demanda añadida, se destacó el crecimiento del 4,7% de la formación bruta de capital fijo, tirada por la construcción civil y favorecida por la expansión de la importación de máquinas y equipos.

Gráfico 1.5: Componentes de la demanda – tasa de variación con relación al año anterior (%)



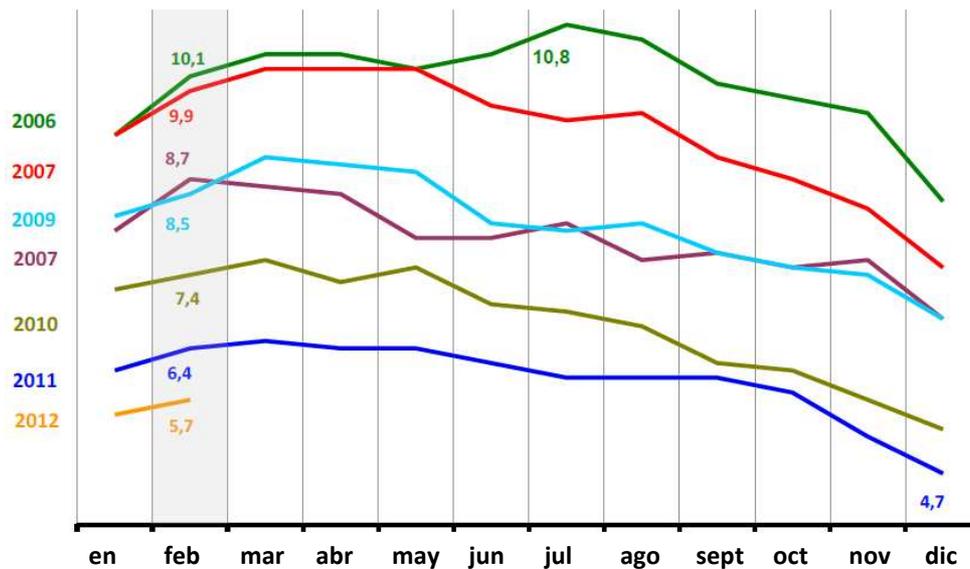
Fuente: IBGE.

■ 2011.I ■ 2011.II ■ 2011.III ■ 2011.IV

El escenario económico brasileño reciente está caracterizado por el proceso de enfriamiento del nivel de actividad, que ocurre desde el inicio del segundo semestre de 2011. Las causas principales de ese proceso son las medidas macroprudenciales adoptadas al final de 2010 y la trayectoria de elevación de la tasa Selic en el primer semestre de 2011, ambas políticas adoptadas con el objetivo de contener el ritmo de crecimiento de la economía hasta entonces, que era asociado a la aceleración de la inflación a un nivel superior al límite de la meta seguida y divulgada por el Banco Central (6,5% al año).

Incluso con el enfriamiento de la economía, diversos componentes del lado de la demanda añadida aún mostraban señales de calentamiento al final de 2011. La situación del mercado de trabajo, en que los bajos índices de desocupación están aliados con el mantenimiento del rendimiento real en niveles elevados, mantuvo la confianza de los consumidores en nivel elevado, con influencia positiva sobre los costes de las familias con consumo (Gráfico 1.6).

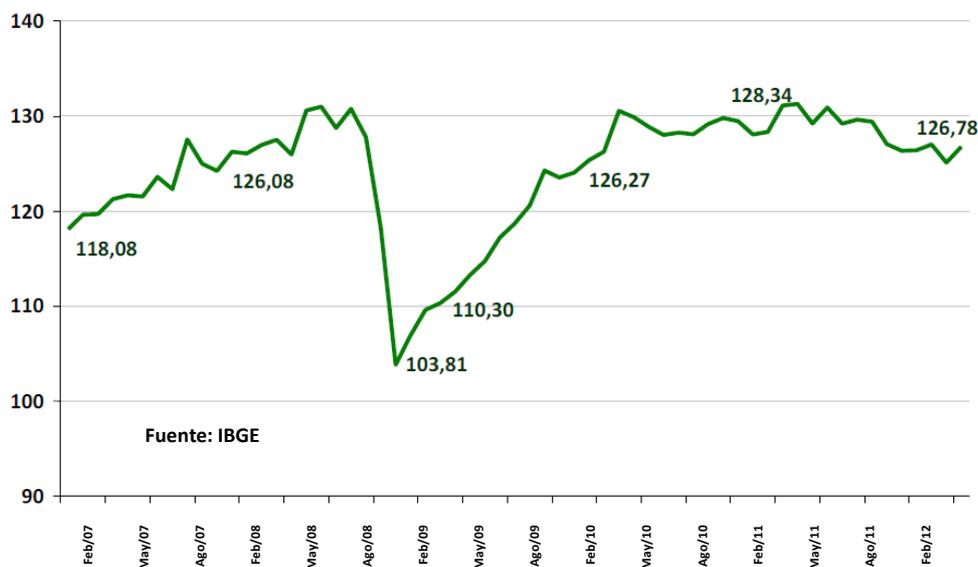
Gráfico 1.6: Tasa de desocupación en Brasil (%)



Fuente: IBGE, Investigación Mensual de Empleo.

Analizando el PIB por el óptico de la producción, el desempeño de la industria explica gran parte la reducción del ritmo de la actividad económica del país. Aparte de los tres primeros meses de 2011, en que acumuló crecimiento del 3,4% en base anual, el desempeño de la producción industrial en el país mantiene una trayectoria de estagnación, según muestra el Gráfico 1.7. El malo desempeño del sector manufacturero refleja problemas relacionados a su baja competitividad, la cual es explicada principalmente por factores estructurales. Entre esos factores, se destacan la tasa de cambio con sobrevaloración, la alta carga tributaria, los cuellos provenientes de la infraestructura deficiente del país, agravados por el bajo nivel de inversiones públicas, y el aprieto monetario ejecutado del final de 2010 hasta mediados de 2011.

Gráfico 1.7: Producción industrial en Brasil (%) – índice con ajuste estacional (base: media de 2002 = 100)



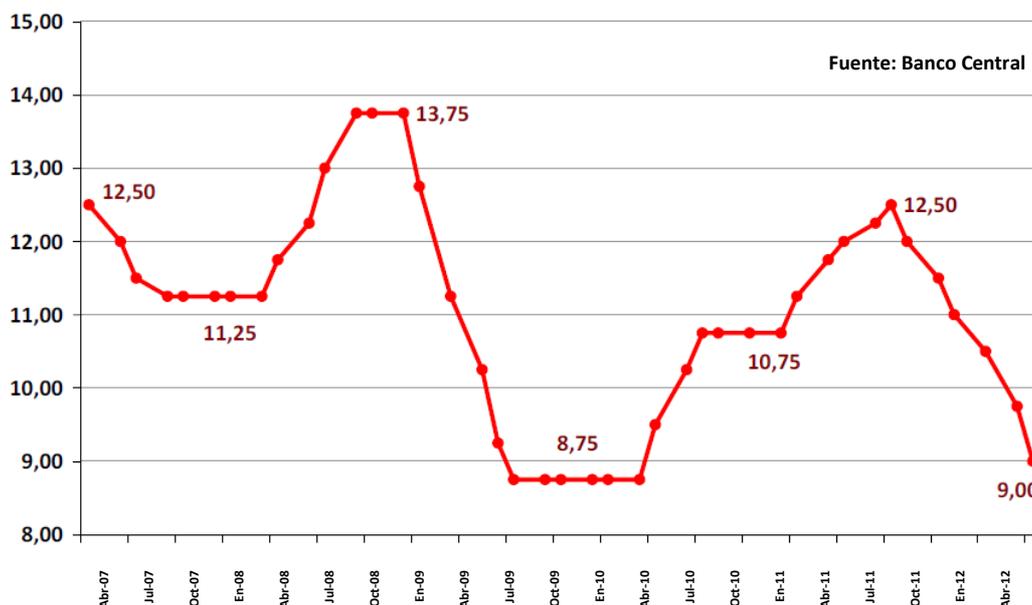
Fuente: IBGE

En el último trimestre de 2011, el proceso de desaceleración de la economía brasileña se intensificó y se generalizó, al mismo tiempo que la producción industrial mantuvo trayectoria de declinación, profundizando su pérdida de competitividad. Eso, asociado al temor que el enfriamiento contamine los sectores relacionados a la demanda añadida y el escenario internacional en dificultades, llevó a un cambio de la dirección de la política económica – monetaria y fiscal – en los últimos meses de 2011.

Bajo el punto de vista de la política monetaria, se observó la reducción de la tasa básica de intereses del 12,50% al año en julio para un 9,00% en abril de ese año (Gráfico 1.8). Además, hubo el fin de parte de las medidas macro prudenciales adoptadas en diciembre de 2010, tales como la exigencia de capital extra para operaciones de crédito de medio plazo y restricciones de crédito para la adquisición de vehículos.

Bajo el punto de vista de la política fiscal, fue aprobado recientemente un conjunto de medidas de exención tributaria con un objetivo bastante amplio, de modo a cubrir diversos sectores de la economía brasileña, en destaque la industria, el comercio minorista, la construcción civil, las empresas con acciones negociadas en el mercado bursátil y los consumidores en general. También hubo la señalización de una expansión de la inversión pública, con la expansión de los límites del endeudamiento de las provincias, quienes podrán contratar nuevas líneas de financiación junto al BNDES y otras instituciones financieras internacionales, como Banco Mundial (BIRD) y el Banco Interamericano de Desarrollo (BID).

Gráfico 1.8: Tasa básica de intereses – decisiones del COPOM (%)



Por eso, la expectativa para la economía brasileña para 2012 es de reconquista del crecimiento, tirado no apenas por las medidas adoptadas en los últimos me-

ses, pero también por la elevación del salario mínimo, que deberá impulsar el consumo de las familias. Los señales de la reconquista están presentes en el mantenimiento de la tasa de desocupación en niveles récords de baja y en la elevada confianza del consumidor con relación al porvenir.

Box 1.1: Desempeño macroeconómico de los países exportadores de *commodities* y vulnerabilidad externa

Los precios de las *commodities* presentaron un crecimiento considerable en la última década, interrumpido apenas por la crisis financiera global de 2008-2009 (Gráfico 1.2). Al final de 2011, los precios medios reales de materias primas para energía y metales estaban cerca de 3 veces más grandes de lo que en la década anterior, alcanzando, y hasta incluso superando, sus niveles récords en 40 años. Ya los alimentos y las materias primas brutas también pasaron por apreciación, pero aún continúan en nivel muy inferior al nivel alcanzado en la década de 1970. La principal causa apuntada para esa inclinación, según los estudios, es la presión de la demanda global debido al crecimiento económico sostenido de las economías emergentes.

En ese contexto, un debate muy importante es realizado a respecto del impacto de la valorización de las *commodities* sobre el desempeño macroeconómico de los países que la exportan. Más específicamente, se busca evidencias para contestar a tres cuestiones principales nunca solucionadas por la teoría económica. Primero, ¿cómo las economías de los países exportadores de *commodities* presentan diferentes sensibilidades a los ciclos de precios de sus productos? Segundo, ¿cómo esas diferencias se manifiestan de acuerdo con el tipo de *commodity* exportada? Tercero, ¿cómo la sensibilidad es afectada cuando el precio de la *commodity* es modificado en función de las fuerzas de oferta de su propio mercado y en función de las fuerzas de demanda de la economía global?

Las evidencias económicas apuntan que los exportadores de *commodities* presentaron performance macroeconómica más fuerte en las décadas de 1970 y 2000, cuando los precios de esos productos estaban más elevados en los mercados mundiales, que en las décadas de 1980 y 1990, cuando sus precios estaban relativamente bajos. El crecimiento del PIB real de los exportadores de *commodities* fue entre 1,5 y 3,0 p.p. mayor en la década de 1970 y entre 2,0 4,0 p.p. mayor en la década de 2000 que en el período interino. Además, las tasas de inflación en esos fueron menores en los períodos de *commodities* más caras, así como también hubo mayor estabilidad financiera en aquellas décadas. Por fin, en la década de 2000, los países exportadores de metales y de energía presentaron mejor desempeño macroeconómico de lo que los demás exportadores de *commodities* según muestra la tabla abajo.

Tabla 1.5: Desempeño macroeconómico de los exportadores de *commodities* (1970-2010)

Grupos de Países	1970-1979	1980-1999	2000- 2010	Media 1960-2010
Crecimiento do PIB real (puntos porcentuales)				
Exportadores de energía	5,6	2,5	4,6	4,3
Exportadores de metales	5,6	2,2	6,4	3,5
Exportadores de alimentos	5,1	2,9	4,5	4,0
Exportadores de materias primas brutas	5,0	3,3	5,3	4,3
Diferencial de crecimiento del PIB real con relación a las economías emergentes no exportadoras de <i>commodities</i> (puntos porcentuales)				
Exportadores de energía	1,1	-0,8	-0,8	0,5
Exportadores de metales	2,0	-1,8	0,5	0,4
Exportadores de alimentos	0,6	-0,8	-0,6	0,2
Exportadores de materias primas brutas	1,4	-0,6	0,2	0,5
Inflación media (puntos porcentuales)				
Exportadores de energía	8,6	14,4	6,6	12,5
Exportadores de metales	8,4	22,5	9,2	16,1
Exportadores de alimentos	6,4	13,2	7,3	10,7
Exportadores de materias primas brutas	4,6	12,4	6,8	10,1

Fuente: IMF, WEO de abril de 2012.

O sea, el desempeño macroeconómico de exportadores de *commodities* tiende a acompañar el ciclo de sus precios, mejorando durante los períodos de apreciación y desmejorando en los períodos de depreciación. Esa calidad es observada para los cuatro tipos definidos de *commodities*. Según cálculos del IMF, el efecto es potenciado de acuerdo con el tamaño del ciclo y con la dimensión de la variación del precio de la *commodity*. Los estudios también estimaron que el crecimiento económico real mediano de esos países es entre 0,5 p.p. y 1,25 p.p. menor en los ciclos de depreciación de lo que en los de apreciación.

Sin embargo, también fue constatado que los exportadores de energía y de metales son más vulnerables a las oscilaciones de precios de los productos de lo que los exportadores de alimentos y de materias primas brutas. Eso se debe, entre otros factores, a un posible efecto de los *royalties* sobre los recursos públicos de esos países. Además, esos bienes son insumos industriales, de modo que son más sensibles a los ciclos reales de la economía global, y generalmente ocupan grande proporción en la pauta de exportaciones y en el PIB de sus países productores. La vulnerabilidad es aún mayor si los países adoptan cambio fijo o elevada movilidad de capital, una vez que los movimientos de los mercados financieros tienden a ser procíclicos, restringiendo crédito en los momentos de mayor incertidumbre en la economía global, que coinciden con recesiones y depreciación de las *commodities*.

El desempeño de los exportadores también es diferente para las distintas fuentes de variaciones de precios de las *commodities*. Choques de demanda suelen tener efecto significativo sobre el PIB de esos países. El efecto es mayor para los ex-

portadores de energía, especialmente los productores de petróleo. Choques de oferta, por otro lado, no son siempre significantes, de modo que los efectos de la reducción de la producción y de la elevación de precios (o viceversa) pueden cancelarse en la evolución del PIB de esos países.

Se concluye, por lo tanto, que la exportación de *commodities* puede permitir un crecimiento económico acelerado de las economías en desarrollo. Sin embargo, su ciclo económico se pone acoplado a la evolución del precio de la *commodity* exportada, lo cual depende, especialmente, del desempeño de la economía mundial. La vulnerabilidad es potenciada si acordada con mercados financieros domésticos expuestos a las incertidumbres globales o en países exportadores de petróleo. Por eso, se recomienda que países en desarrollo se protejan de esa vulnerabilidad, e inviertan en su estructura económica llevando en consideración el fin de los recursos naturales, la equidad social e intergeneracional y los desafíos traídos por posibles casos de enfermedad holandesa. Además, cualesquiera políticas adoptadas deben llevar en cuenta las condiciones específicas de cada país, la estructura de producción de la *commodity*, la capacidad institucional nacional y su nivel de desarrollo.

Bibliografía

ADLER, Gustavo, y S. Sebastián Sosa, 2011, "Commodity Price Cycles: The Perils of Mismanaging the Boom", IMF Working Paper 11/283 (Washington: International Monetary Fund).

BARSKY, Robert B., y Lutz Kilian, 2002, "Do We Really Know that Oil Caused the Great Stagflation? A Monetary Alternative", *NBER Macroeconomics Annual 2001*, pp. 137-83.

BERG, Andrew, Rafael Portillo, Susan Yang y Luis-Felipe Zanna, forthcoming, "Public Investment in Resource Abundant, Low-Income Countries", IMF Working Paper (Washington: International Monetary Fund).

CASHIN, Paul, C. John McDermott, y Alasdair Scott, 2002, "Booms and Slumps in World Commodity Prices", *Journal of Development Economics*, Vol. 69, En el. 1, pp. 277-96.

COLLIER, Paul, y Benedikt Goderis, 2007, "Commodity Prices, Growth, and the Natural Resource Curse: Reconciling a Conundrum", CSAE Working Paper En el. 2007-15 (Oxford: University of Oxford, Center for the Study of African Economies).

DEATON, Angus, 1999, "Commodity Prices and Growth in Africa", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 13, En el. 3, pp. 23-40.

EYZAGUIRRE, Nicolás, Martin Kaufman, Steven Phillips, y Rodrigo Valdés, 2011, "Managing Abundance to Avoid a Bust in Latin America", IMF Staff Discussion Note 11/07 (Washington: International Monetary Fund).

International Monetary Fund (IMF), 2011, Managing Global Growth Risks and Commodity Price Shocks - Vulnerabilities and Policy Challenges for Low-Income Countries, Policy Paper (Washington).

Sachs, Jeffrey D., y Andrew M. Warner, 1999, "The Big Push, Natural Resource Booms and Growth", *Journal of Development Economics*, Vol. 59, En el. 1, pp. 43-76.

2) DESEMPEÑO Y TENDENCIAS DE LA INVERSIÓN EXTERNA GLOBAL

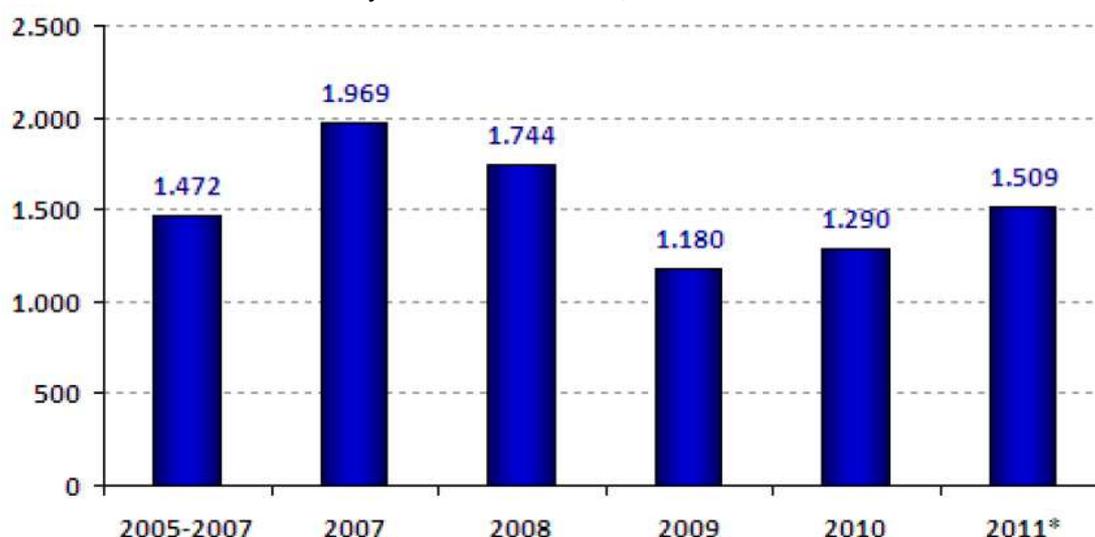
Datos preliminares muestran recuperación del IED a los niveles pre crisis

Las estadísticas preliminares de la UNCTAD – Conferencia de las Naciones Unidas sobre Comercio y Desarrollo muestran desempeño positivo de los flujos globales de inversiones directas en 2011, que no apenas crecieron por el segundo año consecutivo, como también recobraron el nivel medio de los años anteriores a la crisis económica (Gráfico 2.1). El flujo total estimado de US\$ 1,5 billón confirma, por ahora, el escenario base de la UNCTAD (ver Sinopsis Internacional N. 16).

El aumento de los flujos de inversión ganó aliento el año pasado: la variación fue del 17%, contra el 9% en el año anterior. Otra diferencia importante con relación al pasado reciente fue el hecho de que el aumento de los flujos se observó para todos los grupos de países, especialmente para los desarrollados, que en los tres años anteriores tuvieron caída de las inversiones recibidas (Tabla 2.1). Esos resultados son algo sorprendentes teniendo en vista que a lo largo de casi todo el período predominó el clima de incertidumbre con relación a los rumbos de la economía mundial, principalmente en Estados Unidos y en Europa.

Gráfico 2.1: Evolución de los flujos de IED en el mundo

Flujos de entrada en US\$ mil millones



Fuente: UNCTAD; Global Trade Investments Monitor, enero de 2012.

*Datos preliminares.

Tabla 2.1 – Flujos de IED por Región 2010-2011

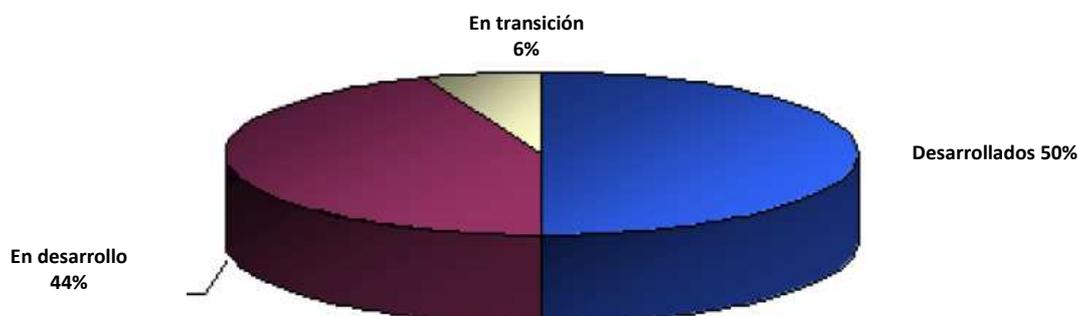
US\$ mil millones y variación %

Región	2010	2011*	Var. %
Mundo	1.289,7	1.508,6	17,0
Economías desarrolladas	635,6	753,2	18,5
Europa	346,5	425,7	22,8
Unión Europea	314,1	414,4	31,9
Estados Unidos	228,2	210,7	(7,7)
Japón	(1,3)	(1,3)	
Economías en desarrollo	583,9	663,7	13,7
África	54,7	54,4	
América Latina y Caribe	160,8	216,4	34,6
Asia y Oceanía	368,4	392,9	6,7
Oeste de Asia	58,2	50,4	(13,4)
Leste, Sur y Sureste de Asia	308,7	343,7	11,3
Economías en Transición	70,2	91,7	30,6

Fuente: UNCTAD; Global Trade Investments Monitor, enero de 2012.

* Datos preliminares.

En conjunto, los flujos para los países desarrollados crecieron 18,5% y representaron, aproximadamente, la mitad de los flujos totales de inversiones directas en el mundo (Gráfico 2.2).

Gráfico 2.2: Distribución de la entrada de IED líquido por grupo de países 2011

Fuente: UNCTAD; Global Trade Investments Monitor, En 2012.

Europa, que recibió US\$ 425,7 mil millones, fue, en el grupo de los desarrollados, la región que registró mayor aumento de los flujos de inversiones líquidas: el 23%. En los países de la Unión Europea la expansión fue aún mayor: el 32%. A excepción de Grecia y Holanda, todos registraron entrada líquida de inversiones directas y en Irlanda, Italia y Portugal los flujos más que doblaron con relación al año anterior, un crecimiento en parte favorecido por la base de comparación deprimida: en 2010, las inversiones con destino a la Unión Europea habían retrocedido más del 20%.

Ya los flujos para Estados Unidos retrocedieron casi un 8% en 2011, después de una expansión de más del 40% en el año anterior. aún así, el país recibió un total

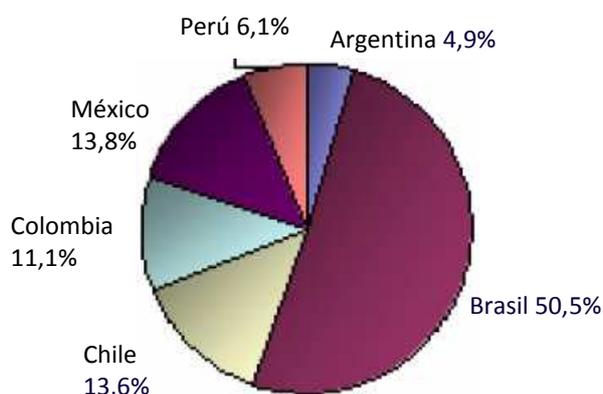
de US\$ 211 mil millones, ya descontadas las salidas, y continúa siendo, individualmente, el principal destino de los flujos globales de inversión directa.

Diferentemente del movimiento pendular observado en Europa y en Estados Unidos, que alternaron expansión y crecimiento de los flujos de inversiones recibidas en los últimos dos años, los flujos para Japón continuaron débiles, con salidas superadas por las entradas en el mismo montante de US\$ 1,3 mil millones.

Entre los países en desarrollo, el destaque regional, en 2011, fue América Latina y el Caribe, que lideró el crecimiento de la entrada líquida de inversiones, con expansión del 35%. Entre los principales receptores de inversiones en la región, apenas Argentina y México registraron caída (del 10% y 9%, respectivamente). En el otro extremo, los flujos para Colombia fueron más que el doble.

Brasil, solo, recibió un poco más de lo que entró en la Argentina, Chile, Colombia, México y Perú, sumados (Gráfico 2.3). Además, el crecimiento sobre el año anterior, del 35%, fue acentuado, apenas superado por el observado en Colombia. En la evaluación de la UNCTAD, son particularmente atractivos para el inversionista extranjero el tamaño del mercado de Brasil y su posición estratégica, que permite que otros mercados emergentes como Argentina, Chile, Colombia y Perú, sean alcanzados desde el país. De hecho, a excepción del año de 2009, auge de la crisis global, la entrada líquida de inversiones directas en Brasil crece en ritmo acelerado desde 2006 (Gráfico 2.4).

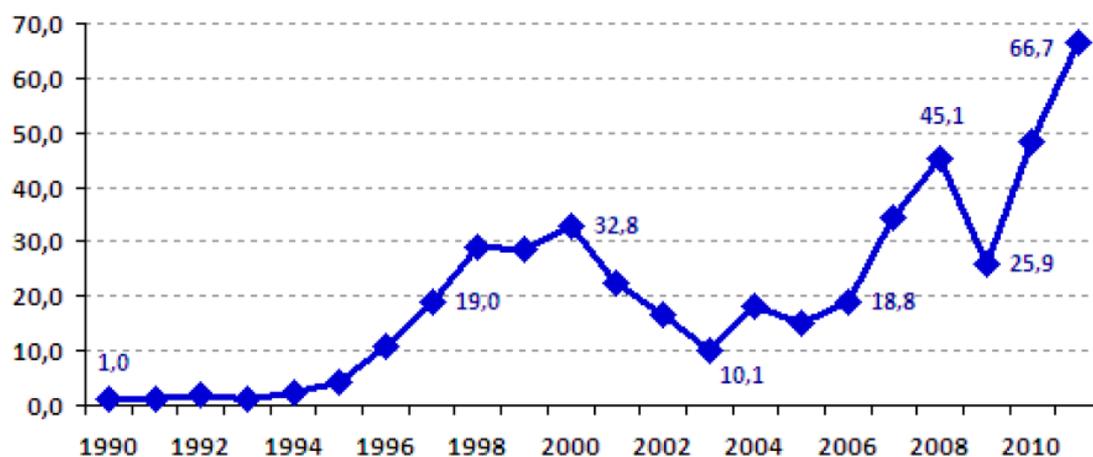
Gráfico 2.3: Distribución de la entrada de IED líquido en la AL
2011



Fuente: UNCTAD; Global Trade Investments Monitor, enero de 2012.

Gráfico 2.4: Inversiones directas para Brasil

Valores líquidos en US\$ mil millones



Fuente: Banco Central de Brasil.

En la región comprendida por los países del Sur, Sureste y Este de Asia, todos los países con estimativas de la UNCTAD (Singapur, China, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia y Tailandia) tuvieron expansión de las inversiones en 2011, aunque las tasas menos espectaculares que las observadas en el año anterior. En China, excluyendo Hong Kong, las inversiones siguieron creciendo moderadamente sobre una base ya elevada y la estimativa es que hayan llegado a US\$ 124 mil millones en 2011 (casi el doble de lo que entró en Brasil). Hong Kong es el segundo destino principal de las inversiones directas en la región (US\$ 78,4 mil millones; 14% a más de lo que en el anterior) seguido por Singapur (US\$ 41 mil millones y expansión del 6%).

África fue la única región a mostrar declinación de la entrada líquida de inversiones. Ese resultado fue fuertemente influenciado por el desempeño de Egipto, donde las inversiones extranjeras líquidas cayeron un 92%, aunque aún se hayan mantenido positivos (cerca de US\$ 500 millones).

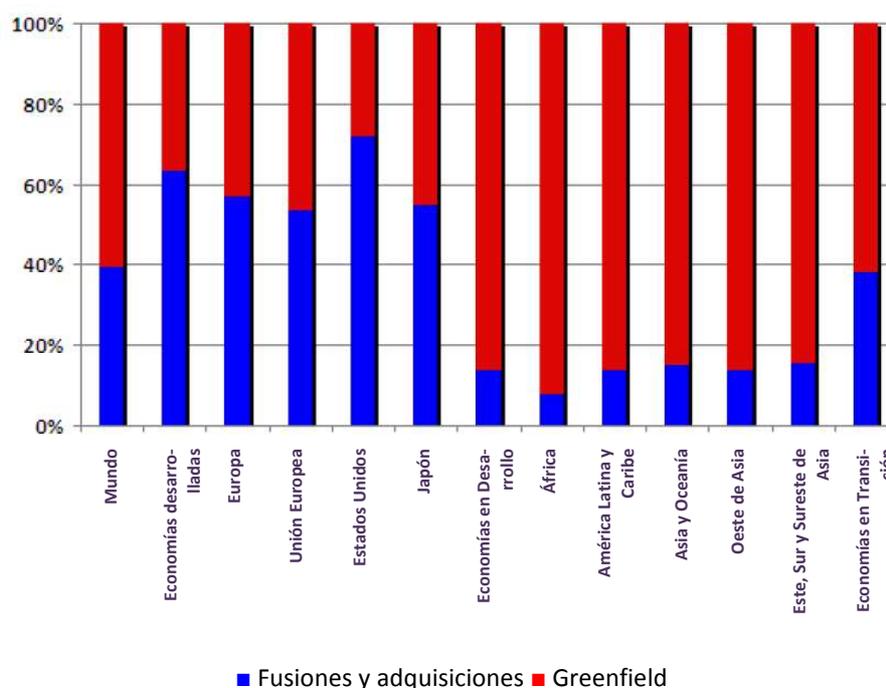
En las economías en transición del Sureste de Europa y de la Comunidad de los Estados Independientes (formada por los ex miembros de la antigua Unión Soviética), los flujos de entrada de IED crecieron un 31%.

Inversiones *greenfield* retrocedieron en 2011

La disgregación del IED por modo de entrada muestra que las inversiones son típicamente dirigidas a fusiones y adquisiciones en los países desarrollados y a nuevos proyectos (*greenfield*) en los países en desarrollo y en las economías en transición, donde son mayores las oportunidades de expansión de la capacidad y mayor la expectativa de retorno del capital (Figura 6). En 2011, la variación de los flujos de inversiones globales fue determinada por los negocios de fusiones y adquisiciones, que crecieron un 50% en valor, sin embargo las inversiones en nuevos proyectos

(*greenfield*) retrocedieron por el tercer año consecutivo. Esa calidad general, sin embargo, no fue uniforme entre las regiones y grupos de países (Figura 7).

Gráfico 2.5: División del IED por región y modo de entrada en 2011



Fuente: UNCTAD; Global Trade Investments Monitor, enero de 2012.

Tabla 2.2: Evolución del IED según el modo de entrada
Valor en US\$ mil millones y variación %

	Fusiones y adquisiciones			Greenfield		
	2010	2011*	Var.%	2010	2011*	Var. %
Mundo	338,8	507,3	49,7	807,0	780,4	(3,3)
Economías Desarrolladas	251,7	396,3	57,4	263,5	229,9	(12,8)
Europa	123,4	191,2	54,9	148,9	145,2	(2,5)
Unión Europea	113,5	152,8	43,4	143,1	142,2	(0,6)
Estados Unidos	50,3	129,7	61,5	57,1	51,3	(10,2)
Japón	6,7	5,1	(23,9)	4,5	4,2	(6,7)
Economías en Desarrollo	82,8	78,8	(4,8)	491,6	498,1	1,3
África	7,6	6,3	(17,1)	84,1	76,6	(8,9)
América Latina y Caribe	29,5	20,3	(31,2)	118,2	126,9	7,4
Asia y Oceanía	45,7	52,3	14,4	289,3	294,7	1,9
Oeste de Asia	4,6	9,5	106,5	52,0	60,2	15,8
Este, Sur y Sureste de Asia	32,1	42,7	33,0	236,2	231,4	(2,0)
Economías en Transición	4,3	32,2	648,8	51,8	52,3	1,0

Fuente: UNCTAD; Global Trade Investments Monitor, enero de 2012.

* Datos preliminares.

Entre los países desarrollados, el valor de las fusiones y adquisiciones entre fronteras creció el 57%, siendo el 55% en Europa y poco más del 60% en Estados

Unidos. Según el levantamiento de la UNCTAD, esos resultados fueron más frutos de los grandes valores involucrados en algunas operaciones de fusiones y adquisiciones que la cantidad de esas operaciones. Ya las inversiones *greenfield* cayeron tanto para el conjunto de los desarrollados como para sus grandes subregiones.

Entre los países en desarrollo el movimiento fue el opuesto, con caída moderada de las fusiones y adquisiciones y pequeño aumento de los proyectos *greenfield* cuando se comparan los años de 2010 y 2011. Entre las subregiones, sin embargo, el comportamiento no fue homogéneo. En África, cayeron tanto las fusiones y adquisiciones como las inversiones nuevas, sin embargo en el Este, Sur y Sureste de Asia, el aumento en más de un tercio de las fusiones y adquisiciones fue acompañado por caída de las inversiones nuevas. En América Latina y Caribe se observó el contrario: caída acentuada de las fusiones y adquisiciones y aumento de las inversiones *greenfield*. Por fin, en el Oeste de Asia y en las economías en transición, las inversiones crecieron en ambos los modos de entrada, con destaque para el aumento de las fusiones y adquisiciones en este último grupo, un resultado de negocios abultados en Rusia, especialmente en el sector de minas (petróleo y oro).

Estimativa de la UNCTAD es que el crecimiento del IED modere en 2012

En el *Global Investment Trends Monitor* publicado en enero, la UNCTAD divulgó estimativa de US\$ 1,6 billón para la inversión externa líquida en 2012. El montante representaría una expansión de cerca del 7% sobre el resultado preliminar de 2011, expansión aún relevante, pero menor que la observada en los dos años anteriores. En la evaluación de la UNCTAD, sobre ese escenario base, los riesgos parecen pender más para el lado pesimista, teniendo en vista la evolución trimestral de las inversiones. Vale destacar, sin embargo, que las estimativas de la UNCTAD son construidas con base en anuncios de inversión y que esos anuncios son muy sensibles al sentimiento de confianza del inversionista en el momento en el que es hecho el anuncio. Debido a que las perspectivas económicas mundiales mejoraron a lo largo del primer trimestre de 2012, después de la divulgación de aquella estimativa, parece que los riesgos de una evolución menos favorable para las inversiones directas se redujeron, lo que puede llevar a una revisión para arriba del escenario base.

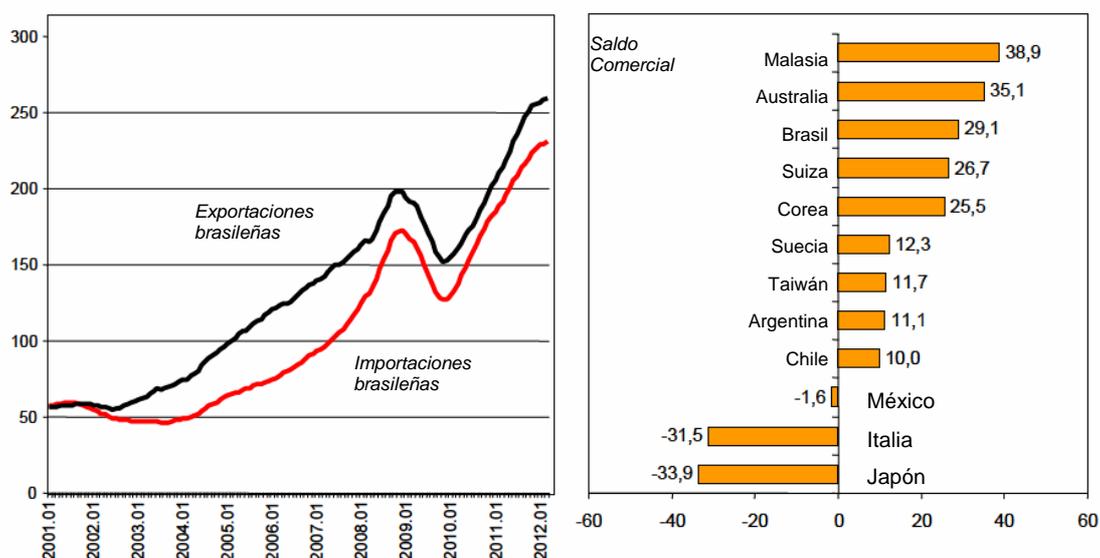
3) COMERCIO INTERNACIONAL

El saldo de la balanza comercial brasileña alcanzó el valor de US\$ 2,4 mil millones en los tres primeros meses del año. Después del déficit comercial de enero que llegó a provocar gran atención en los análisis de las cuentas externas brasileñas, los meses de febrero y marzo mostraron mejores resultados. En los dos últimos meses los superávits fueron más grandes que en el mismo período del año pasado y del antepasado

Las exportaciones de Brasil sumaron US\$ 55,1 mil millones en los tres primeros meses de 2012, sin embargo las importaciones, US\$ 52,6 mil millones. Ambos constituyen los mayores valores verificados en toda la serie histórica de las cuentas externas brasileñas. Para el acumulado de doce meses, igualmente se verifica récord histórico en los flujos comerciales y las tasas de variación de exportaciones e importaciones son prácticamente las mismas, con apenas pequeña ventaja para la primera (21,5% y 20,5%, respectivamente).

En comparación con otros países, el superávit comercial de Brasil aún es uno de los más grandes. En el acumulado de doce meses, hasta marzo, el saldo brasileño es de US\$ 29,1 mil millones, valor significativamente mayor que el verificado en el período inmediatamente anterior (US\$ 22,4 mil millones de abril de 2010 a marzo de 2011). Las exportaciones e importaciones también constituyeron valores récords de US\$ 259,9 mil millones y US\$ 230,8 mil millones, respectivamente, en los últimos doce meses – ver Gráfico 3.1. El principal componente del saldo comercial brasileño es el continuado aumento de las cantidades exportadas de productos básicos, muchas veces también reforzado por condiciones de precios favorables en el mercado internacional.

Gráfico 3.1: Balance comercial brasileño y comparación con países seleccionados (US\$ mil millones, acumulado 12 meses)



Fuente: Elaboración propia desde datos del Ministerio del Desarrollo, Industria y Comercio Exterior (MDIC) y de la Economist Intelligence Unit (EIU).

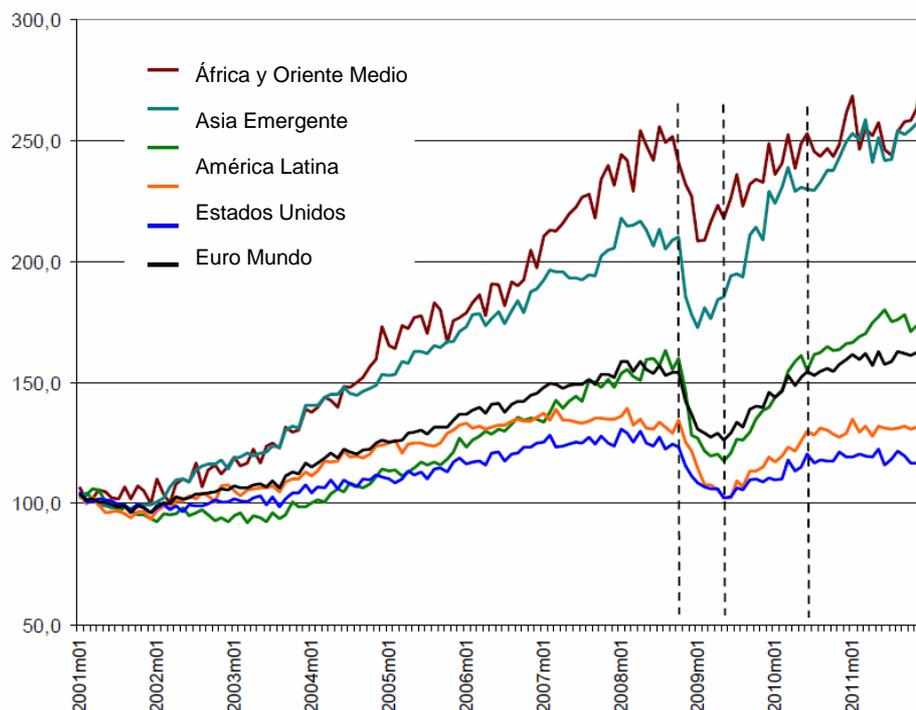
Además de los grandes exportadores de petróleo de la Arabia Saudita y Rusia, que detienen saldos comerciales superiores a US\$ 200 mil millones en el acumulado de los últimos doce meses, los mayores superávits mundiales fueron conseguidos por Alemania (US\$ 224 mil millones), China (US\$ 153 mil millones), Irlanda (US\$ 63 mil millones) y Holanda (US\$ 56 mil millones). A partir de allí, como pudo ser percibido en el gráfico, existe una sucesión de países con saldos entre US\$ 20 y 40 mil millones, en el cual Brasil está incluido.

El escenario internacional para el comercio se encuentra en una trayectoria pequeña, aunque sea posible percibir mayor dinamismo en algunos mercados. El Gráfico 3.2 muestra el comercio internacional por regiones geográficas desde el lado de las importaciones. Bajo este óptico, se puede percibir la evolución de la demanda por bienes extranjeros, que es claramente asociada a las propias inclinaciones de recuperación o no del crecimiento económico y puede proporcionar un mejor entendimiento del escenario mundial que los flujos de exportación en general empleados en el análisis de la coyuntura del comercio exterior. La primera línea vertical punteada del gráfico muestra la prácticamente sincronizada caída del comercio internacional que ocurrió en noviembre de 2008 en todas las regiones. La fuerte contracción continuó por cinco meses en todo el mundo hasta el inicio de una recuperación más rápida en algunas regiones o más lenta en otras, marcada por la segunda línea en el gráfico.

La última línea intenta delimitar la fase pos junio de 2010 en que el comercio pareció mostrar un retorno a su normalidad, con la media mundial de vuelta a los niveles anteriores a la crisis. Mientras Europa y Estados Unidos se encuentran actualmente en niveles aún menores de lo que la media mundial, la inclinación de Asia y África ya se muestra francamente ascendiente. Los países asiáticos en desarrollo (“Asia emergente”, en la figura) son los que presentan la más bien devenida trayectoria de todas las regiones, destacándose la influencia de China. Por su vez, el despegamiento del moderado africano, y del Oriente Medio, fue particularmente visible desde 2007 y siguió la ampliación del comercio de *commodities* derivada de la demanda asiática, que le proporcionó mayor renta al suministrar tales insumos y, por lo tanto, mayor capacidad de que él propio importe.

La dinámica de sustentación de tasas de crecimiento en Asia acaba por determinar la continuada trayectoria de expansión de los precios de *commodities*, que viene siendo interrumpida apenas en los momentos más agudos de crisis. Por su vez, el mantenimiento de precios de productos básicos en niveles elevados se vuelve uno de los responsables por la ampliación de la capacidad de importar del moderado africano y algunos países de la propia América Latina.

Gráfico 3.2: Importaciones por regiones geográficas: enero de 2001 a febrero de 2012 (datos mensuales de volumen no estacional, media de 2000 = 100)



Fuente: Elaboración propia desde datos del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis (CPB).

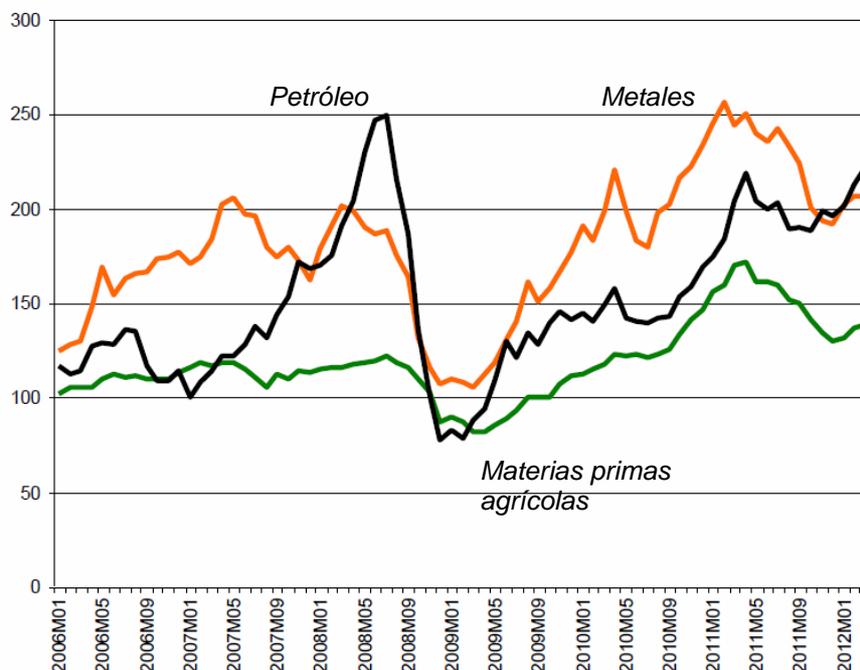
Los precios de las *commodities* sufrieron fuerte caída durante la crisis en 2009, volvieron a recobrase en los años siguientes y nuevamente declinaron en los últimos meses, excepto por el petróleo – ver Gráfico 3.3. Las materias primas agrícolas fueron las que presentaron menor volatilidad a lo largo de los últimos años, pero también fueron en ellas las menores tasas de expansión de precios.

No se debe olvidar, sin embargo, que el aumento de precios de *commodities* puede ser desfavorable a algunos países no desarrollados. En su conjunto, países africanos y latinoamericanos son asociados, en general, a grandes beneficiarios de la expansión de precios de los años recientes, pero existen excepciones. La elevación de los precios de productos agrícolas es perjudicial a los más pobres y grandes importadores de alimentos; o a los países que no son productores de petróleo y necesitan importar combustibles.

El efecto de la elasticidad-venta diferenciada entre productos básicos y manufacturados es mantenido para prácticamente todos los países, pero existe diferencia de magnitud dependiendo de su nivel de renta. Estimativas recientes del *US Department of Agriculture* confirmaron la mayor elasticidad-venta de bienes manufacturados para todo el conjunto de 144 países analizados. La elasticidad-venta por alimentos en Estados Unidos fue estimada en un 0,34%, mientras la de calzados era del 0,96% y a de transporte y comunicación, 1,13%. Para la Etiopía, el diferencial de elasticidades se mantiene, pero en una proporción distinta: la de alimentos (0,83%), a pesar de aún menor, fue mucho más próxima de las demás (calzados con 0,97% y transporte y comunicación, 1,27%). O sea, fue confirmado el conocido efecto del diferencial de elasticidades que tiende a hacer con que los precios de *commodities*

agrícolas se deterioren a largo plazo, pero al mismo tiempo también reafirmado el mayor peso de lo gasto en alimentos en los países más pobres.

Gráfico 3.3: Índice de precios para *commodities*: enero de 2006 a marzo de 2012 (media de 2005 = 100)



Fuente: Elaboración propia desde datos del FMI.

El mercado internacional de manufacturados presenta dinámica distinta. Hay exceso de capacidad de producción de europeos y norteamericanos, que buscan impulsar sus economías con exportaciones. Además, continúa presente la ya existente estrategia de expansión de exportaciones de los países asiáticos. Los principales mercados compradores de manufacturados de Brasil son los que presentan menores tasas de recuperación del PIB en los años recientes. Se sumada a eso la inclinación persistente de valorización de la moneda brasileña, entonces la posibilidad de aumento de exportaciones se encontró fuertemente limitada en los últimos años. El hecho de que las exportaciones brasileñas hayan conseguido recobrase a los valores absolutos precrisis debe ser entendido como un buen resultado, cuando son considerados los factores adversos que presionaron en el sentido contrario.

La participación de los manufacturados brasileños en el mercado internacional siempre fue y continuó siendo modesta cuando comparada con los grandes países productores mundiales, pero consiguió el mérito de no sufrir contracción en la última década. En los últimos diez años, el *market share* brasileño en las exportaciones mundiales presentó pequeño aumento, período que coincidió con la expansión china. En los sectores de máquinas y equipos de transporte, la participación de Brasil era del 0,63% del comercio mundial en 2001 y fue para el 0,66% en 2010. Mientras tanto, China se amplió del 3,8% para el 15,4%, desplazando casi todos los tradicionales grandes exportadores. Durante los años de 2005 a 2008, la participación brasileña llegó a ser entre el 0,7% y el 0,8%, reduciéndose con la crisis mundial.

Box 3.1: OMC y OCDE firman memorándum de entendimiento para divulgación de estadísticas de comercio exterior por valor añadido

En el día 15 de marzo de 2012, fue firmado por la OMC y la OCDE un acuerdo para el desarrollo de estadísticas de comercio exterior por valor añadido, en el ámbito de la iniciativa *Made in the World* (ver Sinopsis Internacional n.16). Las organizaciones desarrollarán una metodología para la mensuración de los flujos de comercio por valor añadido, partir de experiencias ya adquiridas en otros estudios, y será tornada públicamente disponible una base de datos sobre el tema. Las estadísticas incluirán los países de la OCDE, así como los más relevantes no pertenecientes a la organización. Hasta entonces ya habían sido realizadas varias investigaciones sobre el asunto, pero ésta es la primera iniciativa de instituciones internacionales en el sentido de divulgar estadísticas de tal tipo de forma sistemática y periódica.

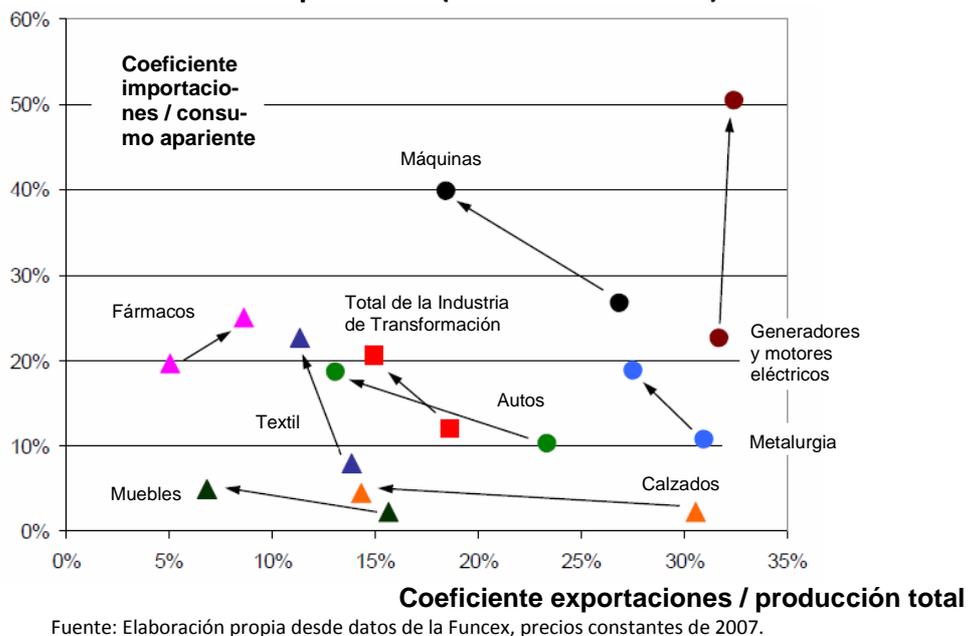
El uso de las estadísticas de comercio mundial como siempre fueron divulgadas hasta entonces mereció siempre el cuidado debido a las posibles distorsiones traídas por los criterios de valor añadido y a las cadenas internacionales de producción. Cuando existe la mención de que un país detenga, por ejemplo, el 10% del comercio mundial, este número hace referencia con productos finales, exportados por él, independientemente de cuanto realmente del contenido sea producido dentro de su territorio. El valor añadido por el país puede ser (i) más grande, si él posee cadenas bien desarrolladas de proveedores nacionales para su producción y/o detiene etapas intensivas en conocimiento (investigación y desarrollo); o (ii) más pequeño, si él produce a partir de muchos componentes importados, con el caso extremo de concentrarse apenas en el montaje final sin mayor capacidad de influencia en las demás etapas del proceso productivo. Cuanto más un país esté integrado en cadenas internacionales de producción también menor tenderá a ser el contenido nacional de sus productos. La participación “real” de la producción nacional exportada puede ser mucho menor de lo que lo medido por las estadísticas usuales de exportación, que exponen apenas el valor final de los bienes.

El hecho de que Brasil haya mantenido buenas tasas de crecimiento económico acordado a condiciones adversas en el mercado internacional para ampliación de las exportaciones determinó una trayectoria de ampliación de importaciones y reducción del direccionamiento de la producción brasileña al exterior. O sea, en los últimos años, en casi todos los sectores de la economía brasileña hubo incremento de ítems importados en el consumo total y reducción de parcelas de exportación sobre el total de la producción. El Gráfico 3.4 muestra la evolución conjunta de los coeficientes de penetración de importación y de exportación de 2005 para 2011. El coeficiente de penetración mide el total de importados en el consumo aparente de la economía, que es definido como la producción total menos exportaciones y más importaciones. El resultado del coeficiente dice la cantidad de los ítems finales consumidos que es compuesto por importaciones. Por ejemplo, en una explicación simplificada, se puede entender que un índice del 5% en el sector de calzados muestra

que R\$ 1 en cada R\$ 20 del valor de los pares comprados en el país fue proveniente de mercaderías originadas del exterior.

La media del coeficiente de penetración de importaciones de la industria de transformación brasileña fue del 11,9% para el 20,4% en los últimos seis años, con la elevación generalizada por todas las ramas de la industria de transformación brasileña. En general, ese coeficiente es mayor en países pequeños y menor en grandes, debido al hecho de que éstos posean mayor capacidad de producción para atender el consumo interno. El valor calculado para Brasil, incluso con el rápido crecimiento de los últimos años, sin embargo aún no se encuentra elevado en comparaciones internacionales. El cálculo realizado por la OCDE¹ apunta que están entre los menores del mundo los coeficientes de la industria manufacturera de Japón (15,0%), Estados Unidos (26,6%) y Corea (26,7%), mientras España (38,2%), Francia (43,8%) y Alemania (47,7%) presentan índices más grandes. Países pequeños muestran coeficientes aún más grandes, tales como Israel (56,2%) y Suiza (66,2%).

Gráfico 3.4: Coeficientes de exportaciones y de penetración de importaciones en el Brasil: de 2005 para 2011 (sentido de la flecha)



El segundo coeficiente mostrado en el gráfico es de interpretación más inmediata e indica que parte de la producción de un país fue destinada al exterior. aún en el ejemplo del sector de calzados, se puede percibir que, aunque no haya existido un

¹ Las estadísticas se pueden encontrar en www.oecd.org/sti/normas/indicadores. El último dato disponible en la base de la OCDE para el año 2009, pero se ha utilizado el año de 2008 para la comparación debido a que las estadísticas de aquellos otros años han sido muy distorsionadas por la crisis internacional. En casi todos los países hubo una disminución significativa en el coeficiente debido a la mayor contracción relativa de las compras en el exterior que la producción nacional. Para una comparación exacta en términos de tiempo, la tasa para Brasil en 2008 fue del 17%.

gran aumento de las importaciones, las exportaciones de zapatos con relación al total producido cayeron a medias. No hubo una sustitución significativa de la producción brasileña por importados, pero los bienes nacionales fueron dirigidos cada vez más para atender la creciente demanda interna enés de ser exportados. La casi totalidad de los sectores industriales brasileños presentó la misma inclinación de reducción de la participación de exportaciones en la producción y aumento de las importaciones en el consumo, representado en el gráfico por el desplazamiento de las flechas de la izquierda para la derecha y desde abajo para arriba. La única excepción fueron los fármacos que al mismo tiempo tuvieron sus exportaciones e importaciones ampliadas.

MATERIA ESPECIAL: LAS PERSPECTIVAS DEL CRÉDITO A LA EXPORTACIÓN EN EL MUNDO

Alexandre Lautenschlager
Luiz Eduardo Miranda Cruz
Fabrício Catermol²

La conjuntura pos crisis

Uno de los razgos definidores de la crisis internacional iniciada en 2008 fue su origen en el mercado financiero y posteriores efectos que generaron impactos cumulativos en la propia actividad bancaria y de sus demás instituciones. En ese contexto, prácticamente ningún segmento puede ser apuntado como habiendo atravesado los últimos tres años libre de pérdidas substanciales y alteraciones fundamentales del modo de hacer negocio. La financiación al comercio exterior (trade finance) no fue diferente, pues tanto la caída de la liquidez como la menor demanda llevaron a la disminución del número de operaciones concretadas.

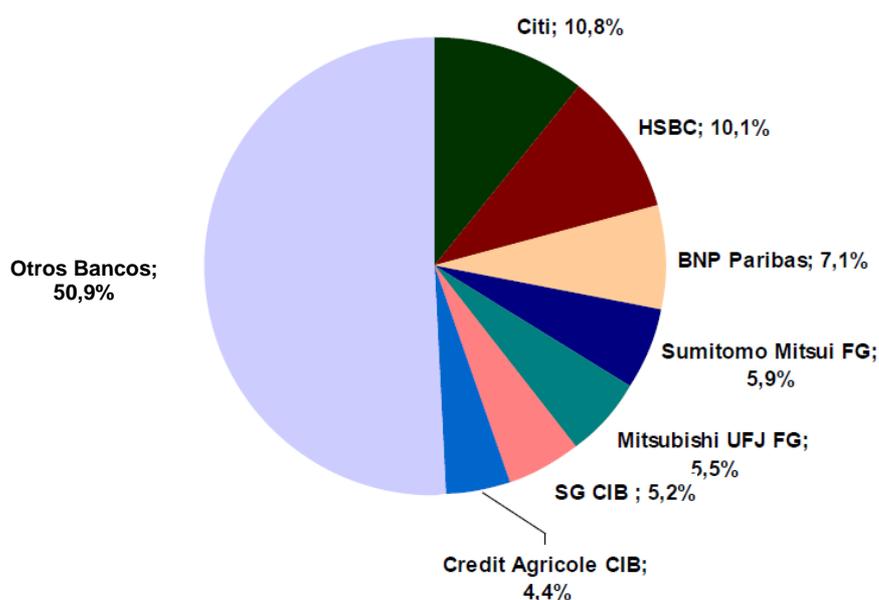
Según el acompañamiento realizado por la consultoría Dealogic, el número de operaciones de *trade finance* cayó de un pico de más de 900 en 2007 para cerca de 800 en 2009. En el mismo período, el valor de los contratos permaneció en ascensión, posiblemente apoyado por las medidas de emergencia adoptadas por instituciones públicas, como será visto en la segunda sección de este texto. El año antepasado fue aún más significativo por señalar una recuperación recia en cantidades y valores, con 1.254 transacciones en el valor de US\$ 171,1 mil millones. En el año de 2011, conforme divulgado por la *Trade Finance Magazine*, las estadísticas de la consultoría indicaron el segundo mejor número, siendo superado apenas por el resultado del año anterior. En aquel año, fueron registradas US\$ 168,6 mil millones en 1.085 transacciones, valor poco más pequeño que en 2010. De estas, 409 tuvieron seguridades de Agencias de Crédito a la Exportación (ECAs, de la sigla en inglés), totalizando US\$ 68 mil millones. Los dos principales bancos privados fueron el Citibank y el HSBC (ver Gráfico 1). El número de contrataciones del último trimestre, sin embargo, fue el menor desde el primer trimestre de 2004. Como factores negativos de mayor atención figuraron incertidumbres asociadas a las consecuencias directas e indirectas de la nueva regulación definida en el ámbito del comité de Basilea y la renovación de la crisis en la zona del Euro.

El crédito a la exportación es tradicionalmente visto como una actividad de bajo y bajo retorno”, dada su naturaleza de fácil liquidación y lastre en activos palpables. aún así, en un primer momento, esa percepción no se reflejó en las reglas siendo discutidas para el acuerdo de Basilea. En ellas, operaciones de *trade finance* eran sujetas al mismo tipo de restricciones impuestas a otras de riesgo más elevado. Para tratar esa distorsión y probar su punto, diversas instituciones se unieron bajo la

² Economistas del Área de Comercio Exterior del BNDES.

coordinación del Banco Asiático de Desarrollo y de la Cámara Internacional de Comercio (*International Chamber of Comercio – ICC*) para formar un catastro de las pérdidas con financiaciones del comercio.³ Los resultados logrados fueron estimulantes porque muestran bajísimos niveles de incumplimiento y de hecho llevaron a la conquista de cambios importantes, pero no garantizaron al *trade finance* un estatus a parte como actividad relativamente más segura en Basilea, como pretendido originalmente.

Gráfico 4.1: Principales bancos en el segmento de *trade finance* en el mundo, según el acompañamiento de la Dealogic para 2011



Fuente: Trade Finance Magazine.

Ambas las propuestas acatadas por los reguladores dicen respeto al tratamiento conferido a cartas de créditos (*letters of credit – LCs*) como seguridades para financiaciones. Dentro de la llamada *Advanced Internal Ratings-Based Approach* (AIRB), las peticiones de capital para exposición a crédito eran definidas como una calidad de madurez de por lo menos un año. Tal recomendación entraba en conflicto con las características de la mayoría de los instrumentos de *trade finance* de corto plazo, en especial LCs, cuyo plazo es significativamente menor. Afrontado con una duración media de 115 días en el catastro ADB/ICC, el comité de Basilea abrió una excepción a las LCs, dejando a criterio de las autoridades locales el tratamiento a ser concedido para instrumentos semejantes. Un segundo problema dice respecto al “piso soberano” para bancos confirmadores de LCs. También bajo a la AIRB, la ponderación de riesgo para exigibles de un banco sin *rating* internacional es del 50% ó

³ La ICC colectó los datos que suministran las bases para el informe “Global Risks - Trade Finance 2011” a través del Trade Finance Register. El proyecto es una iniciativa conjunta de la ICC y del Banco Asiático de Desarrollo y contiene una cartera superior a 11 millones de transacciones, totalizando más de 5 mil millones de dólares suministrados por 14 bancos internacionales que operan tanto en países de la OCDE como en no miembros. Los datos abarcan el período de seis años, de 2005-2010. Hecho disponible en <http://www.iccwbo.org/policy/banking/index.html?id=46278>

20%, en plazos menores. Sin embargo, tales porcentajes no pueden ser menores que el definido para el riesgo soberano del mercado del emisor, que en el caso de países de baja renta y mayor riesgo llega al 100%. De esa manera, el comercio con regiones más pobres sería el más perjudicado, restando el acceso de sus poblaciones a productos importados de mayor sofisticación. Convencido por el argumento, el comité corrigió tal distorsión.

Para el futuro próximo, participantes de la industria del *trade finance* evalúan que la resistencia de los reguladores en definir reglas que respeten las especificidades del segmento puede tener implicaciones no intencionadas graves para el comercio y sistema financiero internacional. Según Kah Chye Tan, *chairman* de la comisión bancaria de la ICC, “Si el coste de capital entre actividades de bajo riesgo y baja margen, como el *trade finance*, es el mismo que el de actividades de alto riesgo y alto margen, bancos gravitarán naturalmente para los riesgos más grandes. Esto es exactamente lo opuesto de aquello que Basilea busca conseguir y nosotros trabajaremos con ellos [el Comité] para resaltar esta consecuencia no intencionada, porque ella alcanzará la capacidad del mundo de generar empleos a través del comercio”.⁴

El escenario del apoyo público a la exportación

En los años inmediatamente anteriores al colapso del banco estadounidense Lehman Brothers, cuando el mercado financiero privado se mostraba dispuesto a asumir exposiciones crecientes al riesgo, agencias de crédito a la exportación (ECAs) sentían su papel en la financiación al comercio internacional cada vez más restringido a sectores específicos y proyectos de larga maduración. Tal cuadro fue radicalmente alterado por las turbulencias posteriores y, desde 2009, ECAs saltaron al primer plan como uno de los principales instrumentos de intervención pública para mitigar los efectos de la crisis. Como ejemplo de ese protagonismo, Auboin (2009) estima que, de los US\$ 250 mil millones prometidos por los líderes de la G-20 como soporte al *trade finance* en septiembre de 2008, un 70% fueron desembolsados hasta marzo del año siguiente solamente por las agencias de Estados Unidos, Canadá, Japón, Corea del Sur, China y países europeos.⁵ En el resto del mundo, instituciones equivalentes siguieron de manera casi que unánime una inclinación a expandir sus actividades, tanto en volumen como en objetivo.

Sin embargo, la renovación de la importancia de las ECAs, conjugada con el momento difícil para la economía global, echó luz sobre aspectos desde su actuación hasta recientemente poco discutidos, como la capacidad de las prácticas usuales de promover la nivelación de las condiciones de competición (*level playing field*) en un momento de crisis. Particularmente, tres temas han repetidamente sido levantados como de gran relevancia: asimetrías en cuanto al tipo de apoyo ofrecido, el deterioro

⁴ “Basel Committee eases trade finance rules”. Trade Finance Market Outlook 2012, Trade Finance Magazine.

⁵ “Restoring trade finance during a period of financial crisis: stock-taking of recent initiatives”. WTO Staff Working Paper, 2009-16.

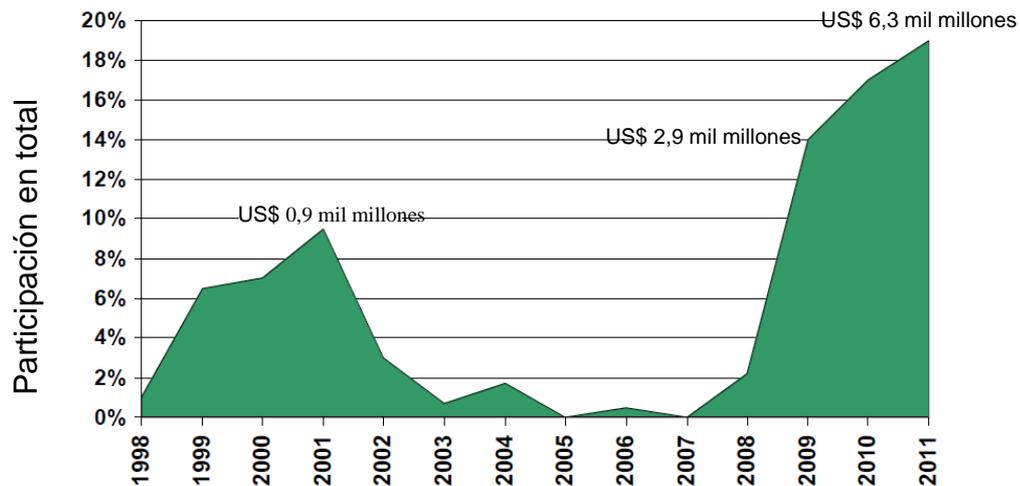
de la capacidad de endeudamiento y riesgo soberano de algunos países y el espectro de prácticas predatorias por parte de actores del campo que no adhieren al Acuerdo de la OCDE, como China, y la manera de combatirlas.

En primer lugar, ya en su informe de competitividad referente a 2008, el US Ex-im llamaba la atención a una emergente división entre las ECAs enfocadas en la oferta de “cobertura pura” (seguros y seguridades para operaciones financiadas por entes privados) y aquéllas que disponibilizan financiaciones para exportación directamente. Debido a las restricciones de liquidez, incluso con apoyo de una ECA, bancos comerciales tuvieron dificultades en extender crédito para sus mejores clientes. Adicionalmente, a causa de las intervenciones de los gobiernos en los mercados financieros alrededor del mundo, los niveles de tasas de intereses cayeron a los puntos más bajos de la serie histórica. Consecuentemente, compradores que aún estaban capaces y dispuestos a adquirir bienes y servicios son más atraídos a la opción de financiación directa que varias ECAs ofrecen porque es ofertada al comprador una tasa estable y pasible de cuantificación, bajo coste, fijo por toda la vida del empréstito.⁶ No es de espantarse, por lo tanto, que muchas agencias hayan inaugurado productos de ese tipo (apoyo directo) en sus portafolios, incluyendo hasta incluso financiación a capital de giro, pero aquéllas que tuvieron dificultades en redireccionar su manera de actuación perdieron competitividad al volverse rehenes de la preferencia por liquidez del mercado financiero privado.

Estadísticas divulgadas en un informe del *United States Government Accountability Office*, a principios de febrero, indican que las financiaciones directas del US Ex-im alcanzaron US\$ 6,3 mil millones en 2011, representando el 19% del total de aprobaciones de la institución. En los años inmediatamente anteriores a la crisis, la modalidad era muy poco utilizada, llegando a no haber aprobaciones en varios años a lo largo de la década pasada. Las agencias de crédito europeas de la G-7 no cuentan con instrumentos análogos e intentaron manejar el problema a través de programas de ecualización de tasa de intereses, pero que mostraron menor eficacia. La necesidad de contar con bancos comerciales para la realización de las financiaciones, incluso con tasas de intereses fijas garantizadas por los programas oficiales, tropezó en la propia falta de liquidez del mercado para suplir *funding* a las transacciones.

⁶ “Report to the U.S. Congress on Export Credit Competition and the Export-Import Bank of the United States”, junio de 2009.

Gráfico 4.2: Financiaciones directas del Ex-im Bank de Estados Unidos: participación en total de apoyo a cada año



Fuente: US Ex-Im.

Segundo, la expansión de la esfera de influencia de las ECAs demandó un movimiento proporcional en el montante de recursos a ellas dirigidos por sus respectivos gobiernos. En 2012, con el pasivo de grandes rodadas de estímulo fiscal y monetario en sus balances, algunos de los entes soberanos altamente endeudados parecen poco dispuestos a reeditar la estrategia de la crisis con la misma dedicación. Eso es especialmente verdadero para los países europeos obligados a reconsolidar sus finanzas y cuya capacidad/disposición de pago de la deuda pública vienen siendo puesta en duda. Quizá como un hecho de mayor gravedad, la situación de los países más débiles puede estar perjudicando la capacidad de sus ECAs de atraer negocios, a medida en que su garantía soberana es considerada como de peor calidad. Materia reciente de la revista *Global Trade Review*, por ejemplo, sugiere que el mercado ha sido más receptivo a operaciones de Euler Hermes, sin embargo los precios en operaciones con cobertura de instituciones de los PIIGS se encuentran en ascensión. El propio mercado alemán de créditos a la exportación se encuentra en una posición que es evaluada como más fuerte que sus vecinos, aunque Euler Hermes esté involucrada en apenas el 3% de las exportaciones del país.

Por fin, con la demanda mundial aún deprimida, existe un estímulo adicional para que los gobiernos capaces de subvencionar las empresas nacionales intenten capturar las parcelas del mercado abiertas a la disputa. En los años 70, la busca colectiva por revertir déficits comerciales en los países desarrollados importadores de petróleo, aliada a altas tasas de intereses, estimuló una “carrera al fondo” (*race to the bottom*) mutuamente destructiva por mejores condiciones en la financiación de la exportación. Ese proceso fue lo que llevó los miembros de la OCDE a establecer el Acuerdo sobre Crédito a la Exportación, definiendo reglas claras a ser respetadas entre sí, ostensivamente con un foco en no promover condiciones “artificiales” de competición. La crisis iniciada al final de la década pasada repone una situación análoga, ya que algunas de las mayores ECAs en operación (por ejemplo los *Eximbanks* de China e India) no tienen cualquier compromiso formal en cumplir las reglas del Acuerdo. En ese sentido, Steve Tvardek, jefe de la división de crédito a la exportación

de la OCDE, en artículo para la revista *Trade Finance* defendiendo la adhesión de no miembros al Acuerdo, alerta que “[...] la ausencia de cooperación mutuamente despierta y voluntaria introduciría – por lo menos en el medio plazo – un ciclo de litigios en la OMC y prácticas financieras destructivas que destruirían seriamente la competencia justa y eficiente en las exportaciones y la administración responsable de la economía global”. Cabe observar, entonces, que la definición de “prácticas financieras destructivas” es compleja, pero la reciente decisión del US Ex-Im de igualar (*matching*) la propuesta china de financiación de locomotoras para Pakistán (ver el Box 1), con parámetros prohibidos por la OCDE, es sintomática de que los países ricos no necesariamente permanecerán inactivos frente a pérdidas para sus exportadores.

Box 4.1: El US Ex-Im y la práctica de *matching* para Pakistán

Según descrito en su informe de desempeño, la ECA americana US Ex-Im tuvo en 2011 uno de los años de mayor actividad en toda su historia, financiando más de US\$ 32 mil millones. Apenas para África fueron destinados US\$ 1,4 mil millones, sin embargo otros US\$ 6 mil millones se dirigieron específicamente a pequeños negocios. Alcanzada una posición de US\$ 89 mil millones de operaciones en activos, actualmente la agencia aguarda autorización del congreso para que el techo de su cartera sea elevado de US\$ 100 mil millones para US\$ 140 mil millones.

A pesar de los buenos resultados, el apoyo de Estados Unidos a sus exportadores fue más intensamente noticiado el año pasado por la decisión del gobierno paquistaní en reabrir una licitación para adquirir locomotoras para su sistema ferroviario, antes vencida por la Dong Fang Electric Corp, con oferta de financiación de China Exim. Al saber que la oferta americana en el pleito había sido derrotada en función de las condiciones más atractivas ofrecidas por los chinos, el US Ex-Im lanzó mano del artículo 45 del Acuerdo de la OCDE, que permite que los signatarios igualen (*match*) los parámetros del financiación/garantía ofrecidos por sus ECAs a lo de terceros, caso perciban su competitividad perjudicada. Delante de la nueva oferta, Pakistán juzgó ser necesario ponderar el mérito de la compra de China y el asunto debe ser resuelto a lo largo de 2012. Caso la calidad y precio del producto estadounidense se muestren mejores que el concurrente, puede ser declarado un nuevo vencedor para la competencia.

El evento es digno de nota por ser la primera vez en la historia del US Ex-Im en el que la agencia opera fuera de los parámetros definidos por la OCDE. Tal singularidad deriva menos de la falta de oportunidades en las cuales un competidor se valió de la ventaja de no pertenecer al Acuerdo para desplazar competidores y más de los ritos del grupo, que exigen la comprobación lo más detallada posible de las condiciones a ser igualadas. En circunstancias normales, tanto el tomador como el acreedor tienen poco interés en tornar público ese tipo de información. En este caso, relato de la *Trade Finance Magazine* indica que los estadounidenses contaron con auxilio de su embajador en el país asiático, del departamento de comercio y, más crucialmente, la cooperación de la propia Autoridad Ferroviaria de Pakistán, que, aparentemente insatisfecha, suministró una documentación detallada de la oferta de China Exim. Con tales datos, la ECA americana concluyó estar suficientemente justifi-

cado ofertar carta de intención para la financiación de US\$ 437 millones en un plazo de 12 años, tasa de intereses igual a *treasury* aumentada de aproximadamente un 3% y comisión por exposición del 8,2%.

Independientemente del eventual vencedor de la disputa en Pakistán, la revista resalta los desdoblamientos inciertos que la iniciativa de Estados Unidos puede tener: “[...] el proceso de *matching* coloca la OCDE en una situación particularmente difícil: ellos no pueden ser entendidos como sancionando al abandono del acuerdo por el US Ex-Im, pero al mismo tiempo ellos también han sido abiertamente críticos a la reluctancia china de abrazar los esfuerzos de inclusión en la OCDE. ¿Deben ellos preocuparse que, debido al tamaño y la musculatura de China, ésta se vuelva una cuestión sistémica? ¿Los participantes de la OCDE buscarán flexibilizar las reglas existentes si China se recusa a cumplirlas?”.⁷

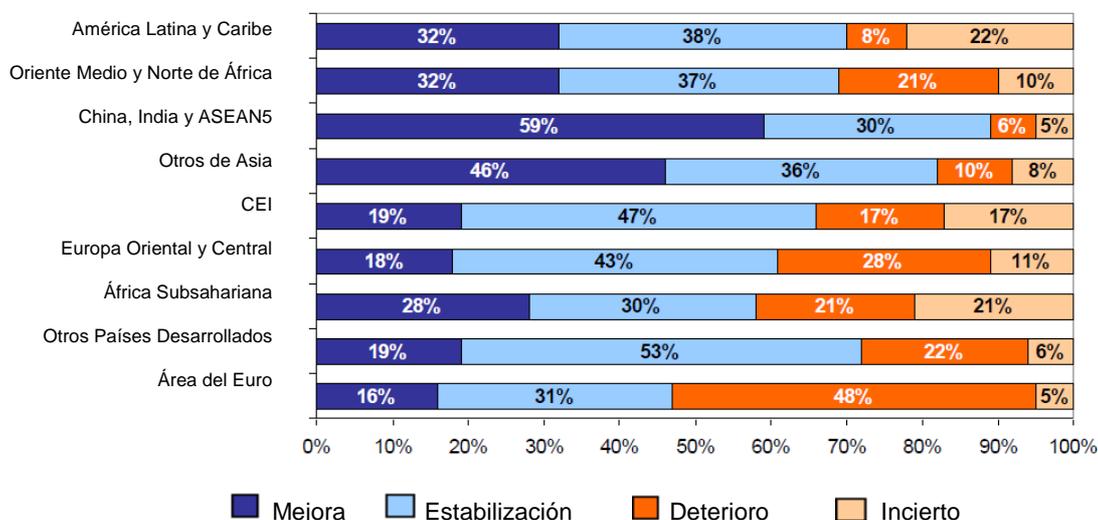
Las expectativas para el crédito a la exportación en 2012

La Cámara Internacional de Comercio (ICC) y el Fondo Monetario Internacional (IMF) realizaron en Diciembre de 2011 una investigación junto a instituciones financieras sobre la perspectiva del mercado internacional de *trade finance* para 2012. La investigación *ICC-Market Snapshot* recibió informaciones de 337 instituciones financieras representando 91 países. Más del 30% de los bancos que contestaron a la investigación son de gran porte (activos globales en el valor superior a US\$ 100 mil millones), sin embargo bancos de pequeño porte (activos hasta US\$ 500 millones) representaban el 21% de la muestra. Además, la investigación también reveló que bancos del área del Euro son responsables de más de la mitad de los productos de *trade finance* mundiales.

Cerca del 60% de los respondientes de la investigación creen que la demanda por productos bancarios de *trade finance* crecerá en 2012 en el mercado asiático, mientras que aproximadamente el 50% de los bancos consideran que habrá caída en la demanda por este tipo de servicio en el mercado europeo. Para América Latina y Caribe, en particular, las opiniones están divididas. La investigación indica que el 32% de los bancos creen en crecimiento de la demanda, mientras el 38% votaron en estabilización y el 8% en deterioro. Los restantes 22% no saben.

⁷ “Rail Financing: Locomotion to a new tune”. Trade Finance Magazine, noviembre de 2011.

Gráfico 4.3: Perspectivas para el crédito a la exportación en 2012



Fuente: ICC/ FMI.

La investigación destaca aún cuales son los principales factores que contribuyen para que las instituciones financieras apuesten en el deterioro de las actividades de *trade finance* en la mayoría de los mercados regionales. Cerca del 90% de los respondientes indicaron que la reducción de crédito o liquidez disponible de bancos socios será la principal causa del empeoramiento del mercado en 2012. Al mismo tiempo, el 80% de los respondientes creen que habrá menos crédito disponible de instituciones financieras internacionales, el 73% consideran que sus propias instituciones reducirán el crédito disponible para *trade finance* y casi 60% afirman que habrá una reducción en el apoyo de ECAs.

La investigación demuestra también como el desapalancamiento que viene ocurriendo en los bancos europeos ha afectado la industria de *trade finance*. Por cuenta de ese desapalancamiento, casi el 80% de las instituciones financieras investigadas dijeron que tornaron sus reglas de concesión de crédito más rígidas para países específicos, el 76% disminuyeron la disponibilidad de crédito para *trade finance*, el 75% se volvieron más selectivas con los clientes y el 69% experimentaron un aumento en el coste de sus recursos.

Aún según la investigación, las medidas tomadas recientemente por los bancos multilaterales de desarrollo (MDBs) y por los bancos centrales en el sentido de aumentar la liquidez de las instituciones financieras fueron percibidas como teniendo algún efecto positivo en la oferta de *trade finance*. Más del 60% de los respondientes indicaron que las medidas tomadas por bancos multilaterales, como los programas *Global Trade Finance* (GTFP) y el *Global Trade Liquidity* (GTLF) del *International Finance Corporation* (IFC), consiguieron el efecto deseado de reducir las restricciones de *trade finance*. Además, 57% de los respondientes afirmaron que las líneas de swap adoptadas por muchos bancos centrales también ayudaron a generar la liquidez y permitir el mantenimiento del *trade finance*.

Las preparaciones para la implementación de las reglas de Basilea III ya están generando presiones negativas en los costes de fondos y en la disponibilidad de liquidez y aportarán para el deterioro del *trade finance* en 2012. Cerca de tres cuartos de los entrevistados dijeron que sus actividades ya han sido afectadas por la regulación, con un efecto mayor en los grandes bancos. Según las instituciones, por no desconsiderar la naturaleza de bajo riesgo del *trade finance*, los nuevos requisitos de capital de Basilea III deben hacer que la financiación al comercio exterior sea menos accesible a exportadores y a importadores, afectando especialmente pequeñas y medias empresas.