



de Fundación Mediterránea

Informe de Coyuntura del IERAL Semanal

Año 20 - Edición N° 705
7 de Diciembre de 2011

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

Investigadores:

Jorge Vasconcelos
(Coordinador)

Editorial
Jorge Day

En Foco 1
Guadalupe Gonzalez

En Foco 2
Hernán Ruffo y Augusto
Terracini

En Foco 3
Joaquín Berro Madero

En Foco 4
Eliana Miranda

Edición y
compaginación:
Karina Lignola

www.ieral.org

Editorial:	<i>La trayectoria de las economías regionales en la recuperación de 2009 a 2011</i>	2
- A diferencia del anterior ciclo expansivo (2004/08), esta vez se observa marcada heterogeneidad entre las provincias - Provincias que se diferencian positivamente, con varios puntos porcentuales de crecimiento por encima del promedio: Entre Ríos, Chaco, Formosa, Santiago del Estero, Catamarca, San Juan y Tierra del Fuego - La pérdida de dinamismo exportador y el deterioro del cuadro fiscal pueden frenar el ritmo de crecimiento regional en futuras mediciones		
En Foco 1:	<i>Según los últimos datos, alimentos y bebidas parece dejar el rol de villano en materia de inflación</i>	13
- Según la oficina de estadísticas de la provincia de Santa Fe, la inflación mensual desaceleró desde 1,62% en el promedio de los últimos doce meses a 0,7% en Octubre - La contribución de alimentos y bebidas pasó de 0,82 puntos porcentuales/mes a una incidencia levemente negativa - Los ítems que más aportaron a la suba de precios de Octubre fueron indumentaria y transporte y comunicaciones		
En Foco 2:	<i>Hasta el tercer trimestre, tendencias positivas en el mercado de trabajo</i>	16
- En el período julio-setiembre el empleo creció 2,8% interanual, con una elasticidad de 0,35 respecto a la variación del PIB - Subsisten problemas en materia de informalidad (34% en empresas privadas) y subocupación - Sin reformas estructurales, la mejora continua de las condiciones laborales demanda un crecimiento del empleo a un ritmo de 3% anual, una meta demasiado exigente, ya que requiere un piso de crecimiento del PIB de 7,5% anual		
En Foco 3:	<i>Fideicomisos, el instrumento de financiamiento más afectado por los controles cambiarios y la suba de tasas</i>	20
- Los controles sobre la compra de dólares detuvieron la paulatina dolarización que se observaba en los depósitos desde mayo - Sin embargo, hoy las tasas se ubican en un andarivel más alto, afectando la colocación de créditos bancarios - A su vez, la colocación de Fideicomisos Financieros de noviembre retrocedió un 34% interanual		
En Foco 4:	<i>Brasil: El enfriamiento de Brasil, producto de medidas que el gobierno ya comenzó a revertir</i>	23
- En la medida que la crisis del Euro no se profundice, los datos de nivel de actividad podrían comenzar a mejorar a mediados de 2012 - Crecimiento cero del PIB en el tercer trimestre: surge de caídas de consumo (-0,4%); inversión (-2,8%) y gasto público (-0,8%); compensadas por una variación positiva desestacionalizada de 7,2% de las exportaciones - El efecto de las políticas de principios de 2011 se refleja en una caída de la tasa de inflación desde un pico de 7,3% a 6,6%; mientras que el superávit comercial aumentó en un año de 17 a 31,3 mil millones de dólares		

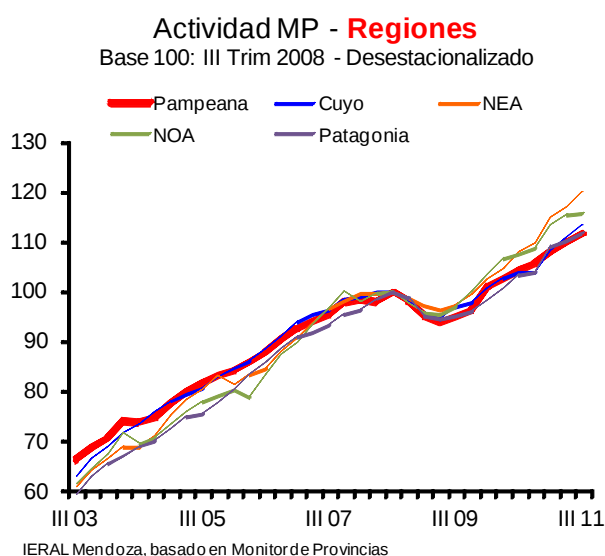
Editorial

La trayectoria de las economías regionales en la recuperación de 2009 a 2011

- A diferencia del anterior ciclo expansivo (2004/08), esta vez se observa marcada heterogeneidad entre las provincias
 - Provincias que se diferencian positivamente, con varios puntos porcentuales de crecimiento por encima del promedio: Entre Ríos, Chaco, Formosa, Santiago del Estero, Catamarca, San Juan y Tierra del Fuego
 - La pérdida de dinamismo exportador y el deterioro del cuadro fiscal pueden frenar el ritmo de crecimiento regional en futuras mediciones
-

Dado el nuevo período presidencial, se aprovecha esta ocasión para hacer un balance de la actividad económica en las regiones argentinas. Se tomará como referencia lo acontecido en los últimos ocho años.

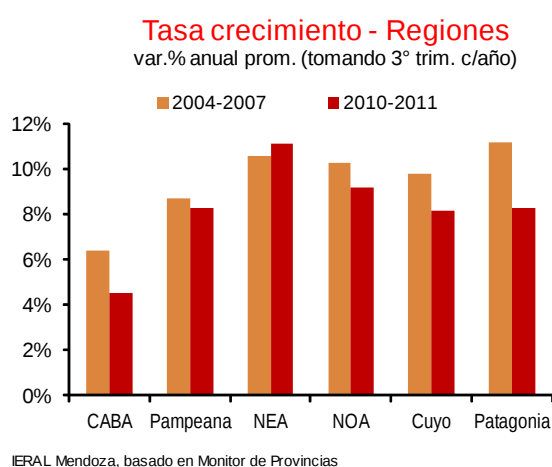
En materia de tendencia, en el primer gráfico se muestra la evolución del indicador de **actividad de Monitor de Provincias** (elaborado por el IERAL). En rojo y con línea gruesa, se presenta el indicador para la región Pampeana, que debido a la dimensión de algunas provincias integrantes (Buenos Aires, Córdoba y Santa Fe), marcan el ritmo del país.



Con líneas más delgadas, están las otras regiones. Con algunas diferencias, todas han seguido la misma tendencia nacional, destacándose tres periodos (tomando como referencia el 3° trimestre de cada año):

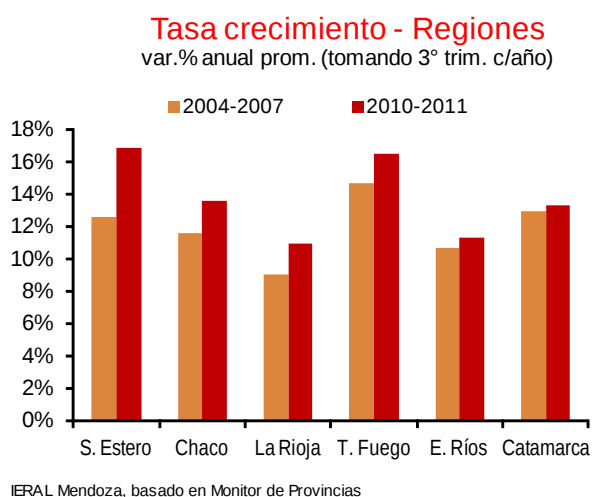
- Uno primero expansivo (2004-2008),
- otro contractivo (2009)
- Y un nuevo periodo expansivo (2010-2011).

Para nuestro análisis, sólo se considerarán los periodos expansivos. En líneas generales, las economías regionales han crecido a **menor ritmo durante el segundo periodo expansivo**, en relación al primero (con la excepción del Nor Este Argentino, el NEA)¹.



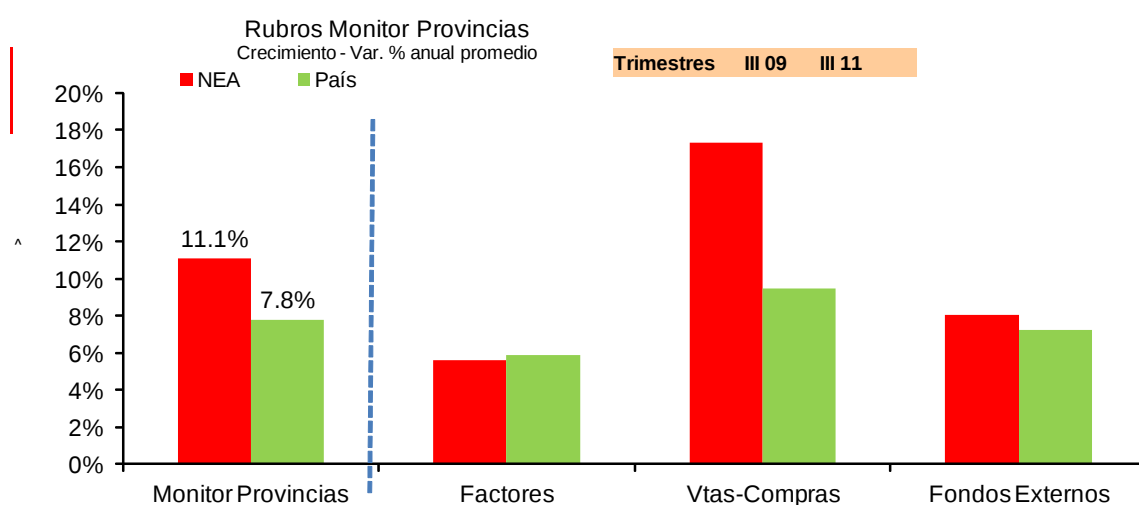
Desagregando la información, hubo provincias que crecieron a mayor ritmo en ese segundo periodo expansivo. Están aquellas que se expandieron por un mejor desempeño en sus exportaciones (Santiago del Estero, Chaco y Entre Ríos), ventas que en realidad se habían contraído fuertemente durante la crisis financiera internacional. Mientras que otras, como Tierra del Fuego, les fue mejor en materia de empleo.

¹ Si la producción global hubiese crecido en forma sostenible, acorde al crecimiento demográfico y a las inversiones en el país, sería esperable que dicha producción siguiese una tendencia. Y cuando aparece una crisis, con su respectiva recesión, posteriormente la economía debería recuperarse fuertemente, para luego retomar la tendencia anterior. Sin embargo, observando los datos regionales, eso no ocurrió. Señal de que la tendencia del primer periodo no era sustentable en el tiempo.



Este análisis se puede ampliar, explicitando las variables vinculadas a la actividad económica regional. De esta manera, se puede preguntar, por ejemplo, por qué el NEA le ha ido mejor. Del siguiente cuadro², llama la atención que a esta región no se destacó en todas las variables, sino sólo en las de ventas y capacidad de compra. Y dentro de este grupo, la región le fue mejor en ventas (supermercados y autos nuevos) y en depósitos y créditos privados.

² El gráfico siguiente muestra la evolución del indicador del Monitor de Provincias, medido en tasa promedio anual de crecimiento, y se la desagrega en tres categorías: (i) factores productivos (empleo y energía), (ii) ventas y capacidad de compra (incluyendo indicadores financieros) y (iii) fondos externos (exportaciones, regalías y transferencias nacionales, las tres medidas en moneda constante)



IERAL Mendoza, basado en Monitor de Provincias

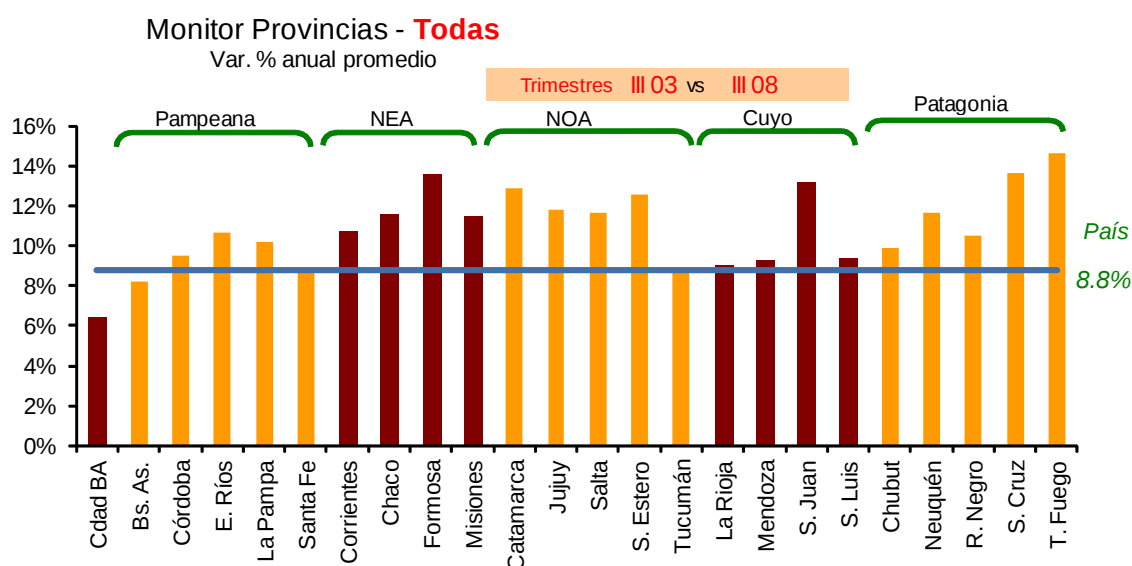
Notas: **Factores (productivos)** incluye: ventas de combustibles, gas no residencial, demanda de energía eléctrica y empleo

Ventas y capacidad de compra incluye: ventas deflactadas en supermercados, patentamiento autos 0 Km, masa salarial, depósitos y créditos privados, éstas tres últimas variables deflactadas

Fondos externos incluye exportaciones (sin combustible, excepto provincias patagónicas), regalías y transferencias nacionales, todas las monedas en moneda constante

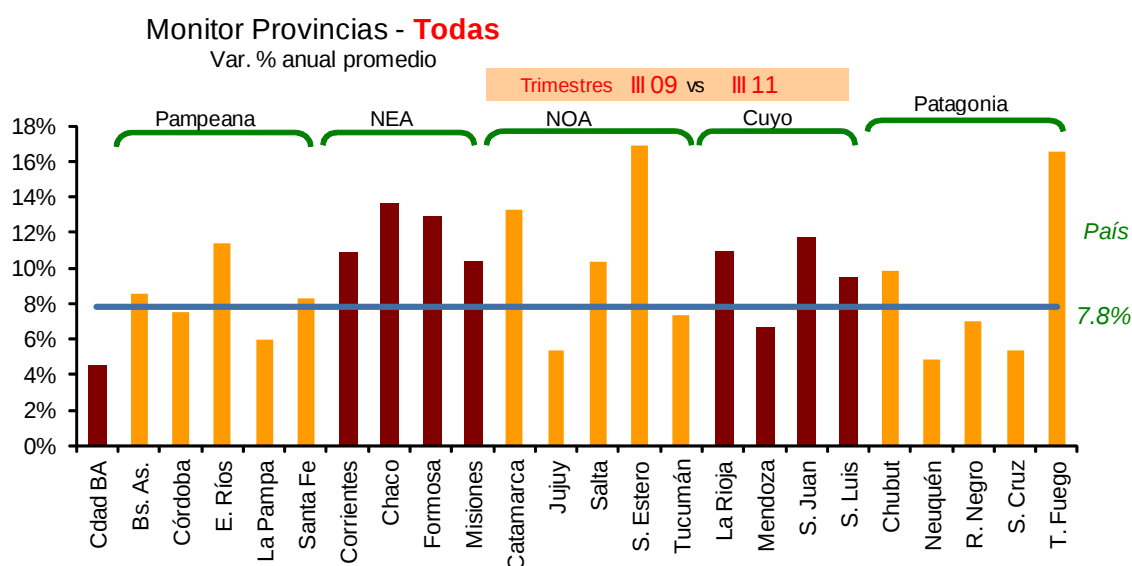
Haciendo uso de esta metodología, se recurre a responder otro interrogante y es si las regiones han tenido **crecimiento homogéneo** durante estos periodos expansivos. Esto fue lo que ocurrió durante el primer periodo expansivo, acorde a lo mostrado en el siguiente gráfico (que presenta la mejora de la actividad económica en las distintas regiones, medida en tasas anuales de crecimiento).

Las excepciones positivas más llamativas fueron San Juan en Cuyo (explicado por la minería), Formosa (explicado por sus exportaciones, que antes eran muy pequeñas), Santa Cruz y Tierra del Fuego en la Patagonia. Se aclara que al tratarse de economías más pequeñas, sus incrementos no impactan notoriamente a nivel nacional.



IERAL Mza, basado en Monitor de Provincias

Durante el segundo periodo expansivo (más corto), cambia la situación, con una **mayor heterogeneidad regional**, siendo más notoria en el Nor Oeste Argentino (NOA) y en la Patagonia. En el Anexo se comenta las variables que explican la heterogeneidad en cada región, observando a la provincia que le fue mejor y a la que le fue peor en ese segundo periodo expansivo.



IERAL Mza, basado en Monitor de Provincias

Dada esa heterogeneidad, es valioso resumir **en qué indicadores se observó la expansión en las provincias con mejor desempeño**, utilizando el siguiente cuadro. En general, en varias de estas jurisdicciones, su recuperación post-crisis se notó más en exportaciones (con mayores precios internacionales, entre los cuales está la soja), mientras que otros la recuperación se dio en los indicadores de factores, como Catamarca y Tierra del Fuego, con mejor desempeño en el empleo de trabajadores.

**Grupo de indicadores en donde se manifiesta
la mayor expansión de estas provincias (2010-2011)**

		Factores	Ventas y capacidad de compra	Fondos externo
Pampeana	Entre Ríos			
NEA	Chaco			
	Formosa			
NOA	S. Estero			
	Catamarca			
Cuyo	San Juan			
Patagonia	T. del Fuego			

Nota: verde oscuro indica mayor relevancia del indicador

Concluyendo, ¿qué se puede sintetizar de toda esta información acerca de la actividad regional? Siguiendo la tendencia nacional, durante el segundo periodo expansivo (2010-2011) la región con mejor desempeño ha sido el Nor Este Argentino (NEA), con mayores exportaciones. En las otras regiones, la recuperación se dio pero a un ritmo inferior a lo visto en el periodo 2003-2007. Además, en el segundo periodo expansivo, la recuperación fue bastante heterogénea, y más en las regiones norteñas.

Un último comentario. ¿Continuará la tendencia vista en este último periodo expansivo? Por un lado, hubo provincias que experimentaron una importante expansión en sus exportaciones (caso de regiones norteñas). Sin embargo, un mundo más complicado y el mantenimiento de un dólar relativamente barato para exportar darían los indicios que esa tendencia puede frenarse para dichas regiones. En cambio, una economía más cerrada seguiría jugando a favor de otras provincias.

Por otro lado, los problemas fiscales (manifestados en la eliminación de subsidios) y la fuga de capitales (que motivó las restricciones en las compras de divisas) no constituyen precisamente incentivos para fomentar el consumo, y menos la inversión (con mayores tasas de interés). Por lo que es esperable que para nuestro próximo balance, se note, al menos, una des-aceleración de la tendencia general observada en los últimos años.

Anexo sobre la heterogeneidad regional

Los próximos cuadros, uno por cada región, presentan las variables claves que explican la heterogeneidad regional. Se toma la provincia a la que le fue mejor en este segundo periodo expansivo y a la que le fue peor. En general, la comparación de variables se hace con respecto a la Nación.

- **Región pampeana:** Entre Ríos le fue bien, principalmente en los indicadores de ventas y capacidad de compra y también en exportaciones. En cambio, La Pampa no le fue tan bien, tanto por combustibles, demanda eléctrica y empleo, y por sus indicadores de ventas.

Región	Comportamiento de la región	Desempeño jurisdicciones expansión (2010-2011)	
		Por DEBAJO de la región	Por ENCIMA
PAMPEANA	Similar a Nación	LA PAMPA Factores (comb., electr., empleo) Ventas (autos, crédito)	ENTRE RÍOS Ventas (todas) Fondos Ext. (expo)

Nota: el desempeño de cada región depende de tres grupos de variables: (i) factores productivos (empleo y energía), (ii) ventas y capacidad de compra (incluyendo indicadores financieros) y (iii) fondos externos (exportaciones, regalías y transferencias nacionales, las tres medidas en moneda constante)

- **Región NEA:** Chaco muestra un llamativo buen desempeño, explicado por sus exportaciones (habían caído mucho en 2009) y por los depósitos privados. A diferencia de las otras regiones, todas sus provincias integrantes tuvieron una expansión por encima de la tasa nacional.

Región	Comportamiento de la región	Desempeño jurisdicciones expansión (2010-2011)	
		Por DEBAJO de la región	Por ENCIMA
NEA	Superior a Nación		CHACO Ventas (depósitos) Fondos Ext. (expo)

- **Región NOA:** Santiago del Estero le fue bien, explicado entre otras, por sus exportaciones. En cambio, comparando 3° trimestres de 2009 vs. 2011, Jujuy muestra una disminución de sus exportaciones expresadas en moneda constante, aunque en los últimos trimestres mostraran una mejoría.

Región	Comportamiento de la región	Desempeño jurisdicciones expansión (2010-2011)	
		Por DEBAJO de la región	Por ENCIMA
NOA	Muy heterogéneo	JUJUY Factores (comb., empleo) Fondos Ext. (expo)	SANTIAGO ESTERO Fondos Ext. (expo)

- **Cuyo:** San Juan tuvo un buen desempeño en casi todas las variables consideradas, mientras que en dicho periodo a Mendoza no le fue bien en venta de combustibles y en exportaciones (en realidad, éstas no se vieron fuertemente afectadas durante la crisis, lo que sí había acontecido con la mayoría de las otras provincias del país).

Región	Comportamiento de la región	Desempeño jurisdicciones expansión (2010-2011)	
		Por DEBAJO de la región	Por ENCIMA
CUYO	Heterogéneo	MENDOZA Factores (combustible) Fondos Ext. (expo, regalías)	SAN JUAN Todas las variables

- **Patagonia:** Tierra del Fuego le ha ido bien, manifestado tanto en el empleo, como en sus indicadores de ventas y capacidad de compra (la política proteccionista implementada a nivel nacional ha favorecido a esta provincia). En cambio, no le ha ido tan bien a Neuquén, explicado por exportaciones y en todos los indicadores de factores productivos (menos empleo y uso de energía en sus diversas formas).

Región	Comportamiento de la región	Desempeño jurisdicciones expansión (2010-2011)	
		Por DEBAJO de la región	Por ENCIMA
PATAGONIA	Muy heterogéneo	NEUQUÉN Factores (todos) Fondos Ext. (expo)	TIERRA DEL FUEGO Ventas (todas) Factores (empleo)

Nota: el desempeño de cada región depende de tres grupos de variables: (i) factores productivos (empleo y energía), (ii) ventas y capacidad de compra (incluyendo indicadores financieros) y (iii) fondos externos (exportaciones, regalías y transferencias nacionales, las tres medidas en moneda constante)

En Foco 1

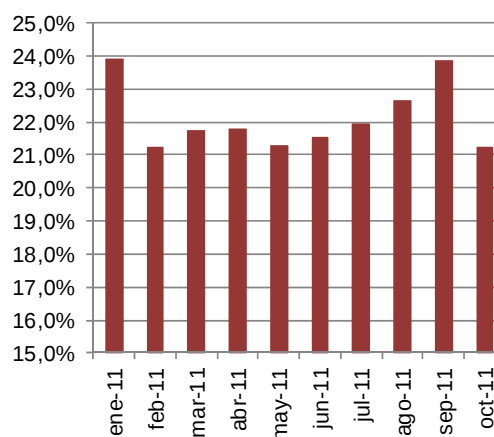
Según los últimos datos, alimentos y bebidas parece dejar el rol de villano en materia de inflación

- Según la oficina de estadísticas de la provincia de Santa Fe, la inflación mensual desaceleró desde 1,62% en el promedio de los últimos doce meses a 0,7% en Octubre
- La contribución de alimentos y bebidas pasó de 0,82 puntos porcentuales/mes a una incidencia levemente negativa
- Los ítems que más aportaron a la suba de precios de Octubre fueron indumentaria y transporte y comunicaciones

Así como el rubro de alimentos y bebidas fue el principal factor en la aceleración de la inflación durante 2010 y principios de 2011, ahora puede pasar a ser la causa principal de una moderación de esta variable. Así lo reflejan ya para Octubre los datos de algunas oficinas de estadísticas provinciales. Por caso, en Santa Fe la suba en el costo de vida de Octubre fue de 21,2% interanual cuando en Septiembre había sido de 23,8%.

En términos mensuales, la variación en el costo de vida pasó de 1,9% en Septiembre a 0,7% en Octubre. Veamos cuáles son los factores que explican esta fuerte reducción en la tasa de inflación.

Inflación en la provincia de Santa Fe
Variación interanual



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ Gob. de Santa Fe

Si consideramos las variaciones mensuales de cada rubro y las distintas ponderaciones en el índice de precios, se tiene que el ítem que más contribuyó a la inflación de Octubre en la provincia de Santa Fe fue indumentaria con 0,2 puntos porcentuales (de un total de 0,7), seguido por transporte y comunicaciones con un aporte de 0,17 puntos. Ambos rubros muestran una contribución en línea con la trayectoria de los últimos doce meses cuando el aporte a la inflación total había sido de 0,17 puntos porcentuales en el caso de indumentaria y de 0,19 puntos en transporte y comunicaciones.

Sin embargo, el rubro alimentos y bebidas registra importantes cambios según los últimos datos. Así, mientras este ítem aportó en el promedio de los últimos doce meses 0,82 puntos sobre un total de 1,62 de inflación mensual, en Octubre la contribución es negativa en 0,02. Estos guarismos marcan una diferencia de 0,84 puntos, explicando casi la totalidad de la desaceleración en la inflación promedio, de 0,91 puntos respecto al promedio de los últimos doce meses. Por otro lado, el rubro educación también presenta una menor contribución a la inflación mensual de Octubre, de 0,04 puntos, que compara con los 0,09 puntos aportados en promedio en los últimos doce meses.

Variación mensual
Contribución en puntos porcentuales

	Octubre de 2011	Promedio últimos 12 meses	Diferencia
Alimentos y bebidas	-0,02	0,82	-0,84
Educación	0,04	0,09	-0,05
Atención médica y gastos para la salud	0,06	0,10	-0,04
Otros bienes y servicios	0,04	0,07	-0,02
Transporte y comunicaciones	0,17	0,19	-0,02
Vivienda y servicios básicos	0,07	0,09	-0,02
Equipamiento y mantenimiento del hogar	0,07	0,07	0,00
Indumentaria	0,20	0,17	0,03
Esparcimiento	0,09	0,03	0,06
Total	0,71	1,62	-0,91

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos del Gob. de Santa Fe

En términos interanuales, las principales subas se observaron en educación (32,2%) e indumentaria (28,1%). Por su parte, el rubro alimentos y bebidas registró una suba interanual de 22,5%, algo por encima del promedio. Entre los rubros de menor variación se tiene a vivienda y servicios básicos (14,7%), equipamiento y mantenimiento del hogar (17,6%) y transporte y comunicaciones (18,4%).

Inflación en la provincia de Santa Fe
Variación interanual

	Octubre de 2011
Nivel general	21,2%
Educación	32,2%
Indumentaria	28,1%
Alimentos y bebidas	22,5%
Atención médica y gastos para la salud	20,0%
Esparcimiento	19,2%
Otros bienes y servicios	18,6%
Transporte y comunicaciones	18,4%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	17,6%
Vivienda y servicios básicos	14,7%

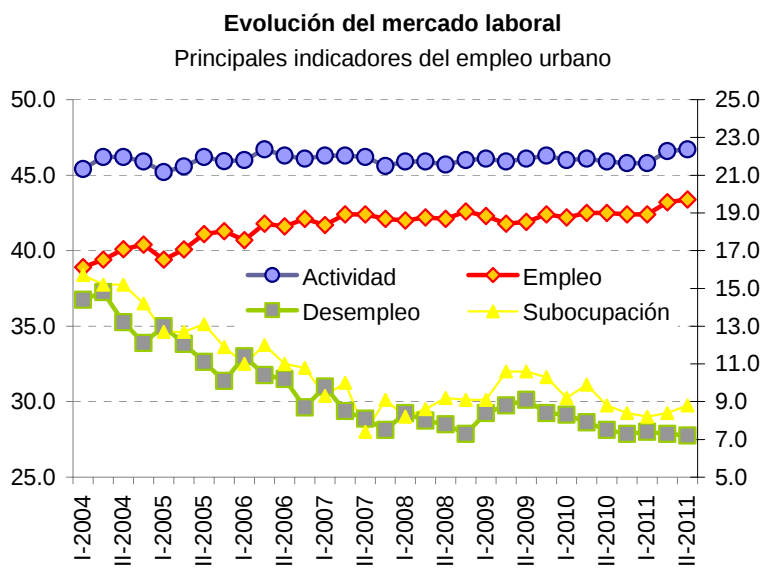
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/l Gob. de Santa Fe

En Foco 2

Hasta el tercer trimestre, tendencias positivas en el mercado de trabajo¹

- En el período julio-setiembre el empleo creció 2,8% interanual, con una elasticidad de 0,35 respecto a la variación del PIB
- Subsisten problemas en materia de informalidad (34% en empresas privadas) y subocupación
- Sin reformas estructurales, la mejora continua de las condiciones laborales demanda un crecimiento del empleo a un ritmo de 3% anual, una meta demasiado exigente, ya que requiere un piso de crecimiento del PIB de 7,5% anual

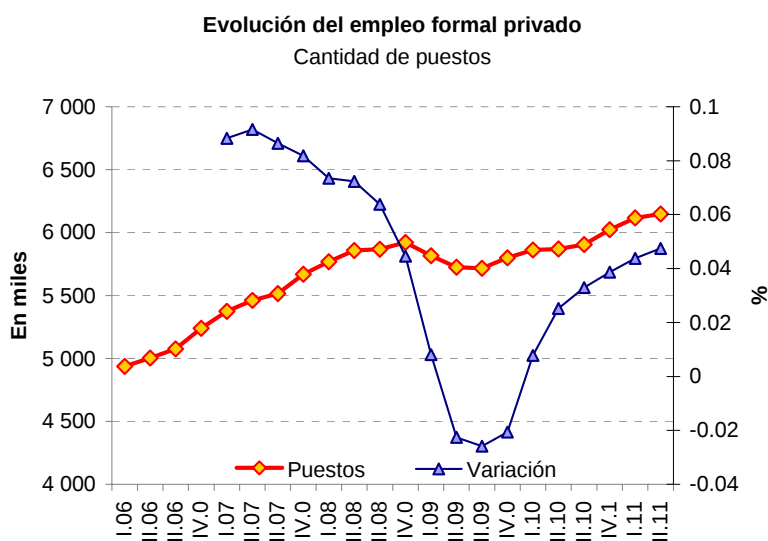
El último dato de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), para el tercer trimestre de 2011 muestra un fuerte aumento del empleo urbano y una mejora general en la situación del mercado de trabajo. En efecto, el incremento en la cantidad de ocupados en el último año llega a casi 3%. Este ritmo permitió reducir el desempleo moderadamente de 7.5 en III.2010 a 7.2 en III.2011.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a EPH

Esta mejora es notoria cuando se destaca que en el último año la cantidad de personas participando en el mercado laboral ha aumentado fuertemente, y muy por encima del crecimiento de la población. La tasa de actividad pasó de 45.9 en III.2011 a 46.7 en III.2011. De hecho, el mercado laboral pudo absorber a las casi 300 mil personas que se integraron al mercado laboral en el último año.

Es también importante destacar que el empleo generado no está confinado al sector público o a empleo informal. Por el contrario, el empleo formal privado, el núcleo central del mercado laboral, ha recuperado su crecimiento, dejando atrás el mal desempeño de 2009. De hecho, los datos del SIPA (Seguridad Social) muestran un crecimiento de 5% en el II.2011 (último dato disponible). La Encuesta de Indicadores Laborales presenta un panorama similar: el crecimiento del empleo en empresas privadas llega al 3.3% interanual en el II.2011. Este desempeño está basado en una tasa de nuevas contrataciones (creación bruta) de 3% por mes, una tasa que recupera los niveles de 2007.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a MECON-SIPA

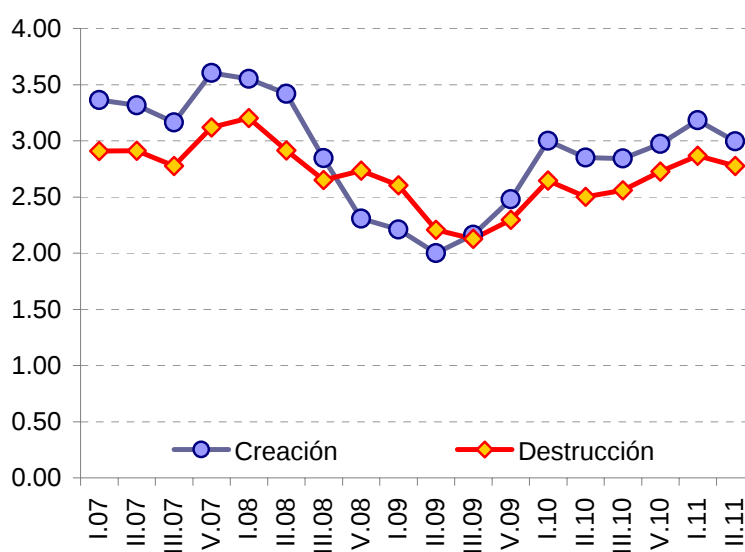
Los datos en la industria son también muy positivos: la cantidad de obreros ocupados creció un 3.4% y la cantidad de horas trabajadas casi un 4% en III.2011 en comparación al año previo.

La posible desaceleración en el nivel de producción (industrial) no parece afectar aún a las expectativas de las empresas. Por ejemplo, los datos del EMI no muestran ninguna previsión de reducción de la demanda laboral; los datos de la EIL muestran una proporción de empresas que

espera que aumentará la dotación de personal en su empresa es mayor a la proporción de empresas que espera una reducción.

Dinámica del empleo en las empresas privadas

Encuesta de Indicadores Laborales



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

Este nivel de crecimiento del nivel de empleo es significativo, pero resulta moderado en relación al desempeño de 2006, momento en el cual el empleo crecía a 5% y el formal privado al 10%. En este sentido, hay una menor fortaleza en el desempeño del mercado laboral.

El ritmo de la mejora en la calidad del empleo

Asimismo, cabe destacar que la economía ha crecido en el III.2011 a un ritmo cercano al 8%, según estadísticas oficiales. Dado que el empleo ha crecido al 2.8%, la elasticidad no supera el 0.35. Esto es, por cada punto de crecimiento del producto, el empleo aumenta en 0.35%. Esta elasticidad es baja en relación a 2006, con un guarismo de 0.55. Luego, la capacidad de generar empleo con el mismo nivel de crecimiento se ha reducido.

Resulta central mantener al menos este ritmo en la creación de empleo para que las mejoras impacten en el mercado laboral. De hecho, otros indicadores relacionados con la *calidad* del empleo, no han mejorado sustancialmente. Por ejemplo, la tasa de subocupación no ha cambiado entre el III.2010 y el III.2011. Asimismo, la tasa de informalidad en empresas privadas ha oscilado en 34% durante el último año, sin una mejora evidente.

Para lograr que el mercado laboral continúe su sendero de progreso simplemente con crecimiento económico hace falta mantener la creación de empleo de alrededor de 3% anual, lo que con una elasticidad de 0.4 implica un crecimiento económico de 7.5%, un piso significativamente elevado. Por lo tanto, y sobre todo en un escenario de desaceleración del nivel de actividad, parece necesario incluir cambios complementarios que ayuden a continuar con el aumento en la calidad del empleo y mejorar la dinámica del mercado laboral.

En Foco 3

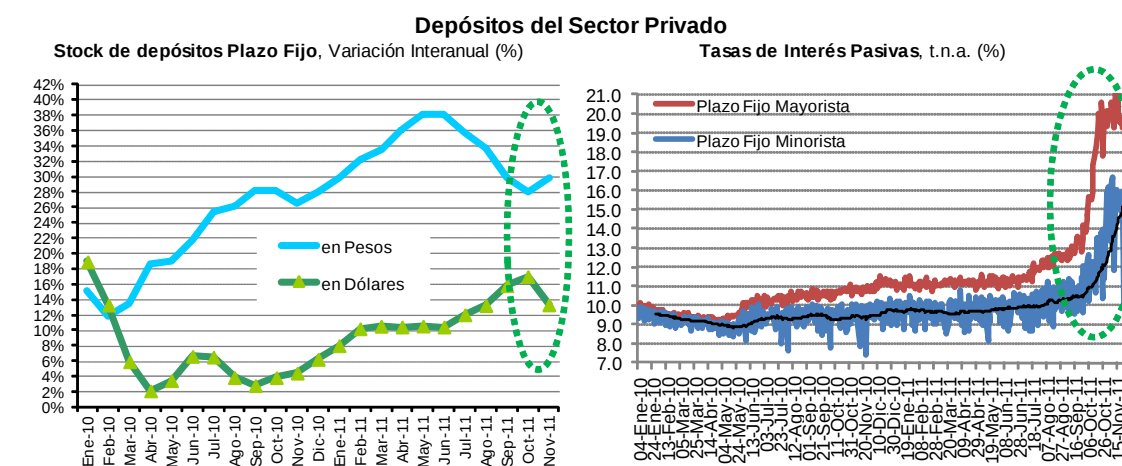
Fideicomisos, el instrumento de financiamiento más afectado por los controles cambiarios y la suba de tasas

- Los controles sobre la compra de dólares detuvieron la paulatina dolarización que se observaba en los depósitos desde mayo
- Sin embargo, hoy las tasas se ubican en un andarivel más alto, afectando la colocación de créditos bancarios
- A su vez, la colocación de Fideicomisos Financieros de noviembre retrocedió un 34% interanual

Durante el mes de noviembre los controles sobre la compra de dólares parecieran haber frenado, aunque sea momentáneamente, la demanda por moneda extranjera. Sin embargo, luego de la incertidumbre que generaron estas medidas, los depósitos modificaron su comportamiento, las tasas de interés han crecido sustancialmente y, comenzaron a avizorarse los primeros signos de estancamiento en la evolución de las variables con el financiamiento, ya sea bancario o mediante el mercado de capitales.

El mes pasado, se modificó la tendencia de los depósitos en pesos y en dólares del sector privado. Como muestra el gráfico de la izquierda, los depósitos plazo fijo (que representan más del 43% del total de depósitos del mercado) mostraban desde mayo una paulatina dolarización. Los depósitos a plazo fijo en pesos, pasaron de crecer al 38% interanual en mayo a 28% en octubre; por su parte, los depósitos a plazo fijo en dólares aceleraron su ritmo de expansión de 10,5% interanual en mayo a 17% en octubre. Sin embargo, en noviembre las restricciones a la compra de moneda extranjera revirtieron la tendencia: ahora los depósitos a plazo fijo crecen casi al 30% interanual, mientras que los denominados en dólares desaceleraron hasta 13,3%.

Si bien a primera vista esto podría ser entendido como algo positivo, lo cierto es que tuvo y tiene sus costos. En primer lugar, como se observa en el gráfico de la derecha, las tasas de interés se dispararon. La tasa por depósitos a plazo minorista pasó de 9,8% anual en mayo a 15,1% el mes pasado y, la BADLAR para bancos privados (plazos fijos mayoristas), “saltó” de 11% anual a 20,1% en el mismo lapso. En segundo lugar, la realidad es que no se han combatido los causales genuinos de esa demanda de dólares que todavía permanece latente en los agentes.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

Por el lado del financiamiento, los datos -aunque prematuros- muestran algunas señales de estancamiento.

Desde el lado del crédito bancario, como hizo referencia IERAL en informes anteriores, si bien en términos interanuales todavía no se ve una merma clara, utilizando los datos intermensuales los créditos en pesos (que representan el 85% del total de financiamiento bancario) han sentido el impacto. Las líneas más afectadas han sido las vinculadas con el comercio (Documentos a sola firma, Otros Documentos, Adelantos en cuenta corriente, etc.) y las de préstamos personales.



Desde el lado del financiamiento a través del mercado de capitales, el comportamiento es similar: comparando el acumulado enero-noviembre año a año se registra un aumento en 2011, pero en la comparación mensual los datos empiezan a aflojar. En los primeros once meses de 2011, el financiamiento a través de este medio acumuló US\$ 7.506 millones, esto es, un 11% más que el acumulado en igual período del año pasado y un máximo para la serie desde 2001. Sin embargo, el 68% de este financiamiento se explicó por la colocación de Fideicomisos Financieros (FF) (destinados en casi un 50% a la colocación de préstamos personales y cupones de tarjetas de crédito). Pero el dato relevante es que durante el mes de noviembre se colocaron 19 FF por US\$ 402 millones, un 34% menos que durante igual mes de 2011.

En Foco 4

Brasil: El enfriamiento de Brasil, producto de medidas que el gobierno ya comenzó a revertir

- En la medida que la crisis del Euro no se profundice, los datos de nivel de actividad podrían comenzar a mejorar a mediados de 2012
- Crecimiento cero del PIB en el tercer trimestre: surge de caídas de consumo (-0,4%); inversión (-2,8%) y gasto público (-0,8%); compensadas por una variación positiva desestacionalizada de 7,2% de las exportaciones
- El efecto de las políticas de principios de 2011 se refleja en una caída de la tasa de inflación desde un pico de 7,3% a 6,6%; mientras que el superávit comercial aumentó en un año de 17 a 31,3 mil millones de dólares

A principios de año, con una economía recalentada que venía de crecer un 7,5% anual en 2010 y con una tasa de inflación que se aceleraba con vistas a superar la meta, las autoridades brasileñas ponían en marcha una serie de medidas que buscaba reducir los riesgos inflacionarios y apuntar a un crecimiento más cercano al potencial. En el tercer trimestre del año, la economía recogió el impacto de esa serie de medidas, al registrar un crecimiento nulo frente al segundo trimestre del año. Los síntomas de una economía global más débil constituyen un ingrediente extra, pero todavía no hacen mella más que en las expectativas: el sector externo ha contribuido en forma positiva en este período gracias al incremento del volumen de exportaciones, mientras que fue la demanda interna la que enfrió la economía. Vale la pena recordar que es en agosto cuando el gobierno toma nota de la desaceleración mundial, para pasar a revertir parte de sus políticas contractivas. Así, el Banco Central comienza a reducir la tasa de interés, a la vez que la política fiscal mantiene su objetivo de superávit en 3,15% del Producto, algo novedoso para un

país como Brasil que siempre se apoyó en medidas fiscales expansivas cuando tuvo la necesidad de impulsar la economía.³

Brasil: Crecimiento de la economía

Variación anual desestacionalizada

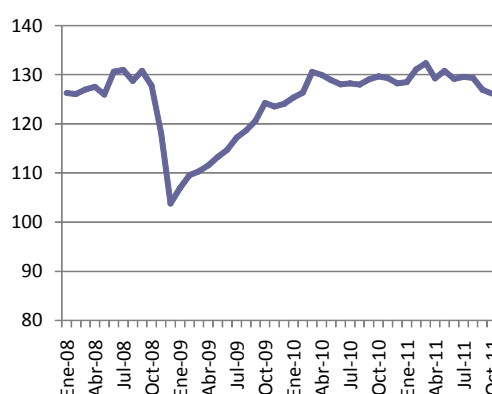
	IV Trim 10	I Trim 11	II Trim 11	III Trim 11
PIB	2.8	3.6	2.8	0.0
Consumo	8.0	2.0	2	-0.4
Inversión	-0.4	1.2	7.6	-2.8
Gasto Público	0.0	5.2	5.2	-0.8
Exportaciones	12.0	-11.2	9.2	7.2
Importaciones	8.4	-4.4	21.2	-1.6

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IBGE

La demanda interna se contrajo en el tercer trimestre del año en forma generalizada, con el consumo cayendo al 0,4% anual desestacionalizado, el gasto público al 2,8% y la inversión al 0,8% anual desestacionalizado. El contrapeso vino por el lado externo, que tuvo un aporte positivo, con exportaciones creciendo al 7,2% anual desestacionalizado e importaciones cayendo al 1,6%. Por el lado de la oferta, sólo el sector agropecuario mostró crecimiento respecto del trimestre anterior, mientras que tanto la industria como los servicios mostraron caídas: los servicios lo hicieron al 1,2% anual desestacionalizado, la industria al 3,6%.

Los datos mensuales correspondientes a la producción industrial ya venían anticipando una contracción en el tercer trimestre del año, con números negativos en los meses de agosto y septiembre. En octubre volvió a mostrar una caída mensual en términos desestacionalizados. Hacia adelante las condiciones internas parecen ser más favorables para el sector:

Brasil: Producción industrial
Índice base 100=2002



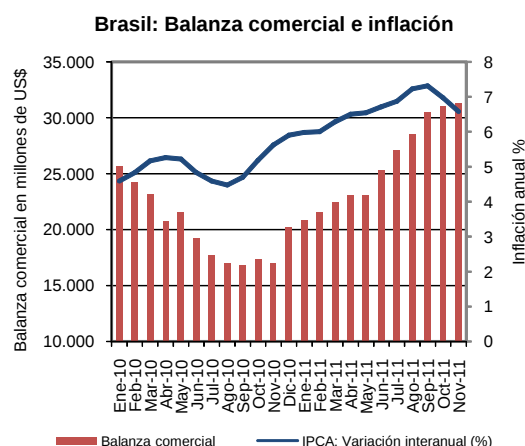
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IBGE

³ Entre octubre de 2008 y octubre de 2009 el superávit primario se contrajo desde 4% del PIB hasta 1%.

- un real más depreciado (el aumento del tipo de cambio recién se comenzó a registrar a mediados de septiembre),
- tasas de interés más bajas (el Banco Central comenzó a recortar la Selic en el mes de septiembre).
- A esto se suma que el gobierno ha anunciado, recientemente, algunas medidas para estimular el mercado de crédito y el consumo de bienes durables, a través de la reducción del IPI (impuesto sobre productos industrializados) sobre algunos electrodomésticos de línea blanca, la reducción del IOF (Impuesto sobre operaciones financieras) en caso de financiamiento de autos y cheques especiales, y exención del IOF sobre las inversiones extranjeras en acciones.

Se espera que estas medidas tengan impacto, pero las perspectivas respecto al escenario internacional elevan la posibilidad de efectos negativos sobre la producción industrial.

En el gráfico de la derecha se puede observar la evolución de la inflación y de la balanza comercial en los últimos dos años. Las políticas contractivas aplicadas desde principios de año parecen haber sido exitosas en moderar la inflación: luego de un pico de 7,3% anual en el mes de septiembre, los precios han comenzado a moderar su ritmo de expansión. Por su parte, la balanza comercial prácticamente se duplicó en los últimos 12 meses, al pasar de 17 mil millones de dólares a 31,3 mil millones en noviembre de este año: detrás de este resultado se encuentran exportaciones que han venido creciendo sostenidamente por encima del 30% interanual, e importaciones que, de crecer al 40% a fines de 2010 fueron desacelerando el ritmo y hoy crecen al 25%, atesorando el impacto de la moderación de la demanda local.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IBGE y Banco Central