

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

Investigadores:

Jorge Vasconcelos
(Coordinador)

Editorial
Eliana Miranda

En Foco 1
Jorge Day

En Foco 2
Joaquín Berro Madero

Edición y
compaginación:
Karina Lignola

www.ieral.org

Editorial: *En la Eurozona, cinco países ya están en recesión, pero el Banco Central Europeo y Estados Unidos compensan las malas noticias* ²

- Italia, Bélgica y Holanda se sumaron a Grecia y Portugal y entraron técnicamente en un ciclo recesivo
- Pese a esto, los mercados bursátiles mejoraron, el riesgo país cayó y el euro se recuperó, fenómenos que se explican por la acción más decidida del BCE
- En Estados Unidos, la economía creció a un ritmo de 2,8% anual desestacionalizado en el cuarto trimestre de 2011 y el desempleo cayó a 8,3%

En Foco 1: *¿Siguen los salarios al crecimiento regional?* ⁶

- En el ciclo de expansión de 2003 a 2008, se observó una significativa correlación entre el crecimiento económico por provincias y el cambio en los salarios, tomando como referencia el promedio nacional
- En el ciclo de recuperación de 2009 a 2011, el comportamiento de esas variables fue más heterogéneo
- En el último período, comienza a reflejarse en el diferencial de salarios el impacto de la pérdida del colchón cambiario sobre las diferentes economías regionales

En Foco 2: *En Argentina caen las tasas de interés, con un sector externo que ahora juega un rol expansivo* ¹⁴

- La Badlar, que hizo un pico de 23% en noviembre pasado, se ubicó por debajo de 15% en los últimos días
- La fuga de capitales retiraba pesos del mercado y moderaba la expansión monetaria; ahora, con los controles, el saldo neto de la compra-venta de dólares deriva en una importante inyección de pesos en la economía
- Se abre un interrogante acerca de cual será el comportamiento del Banco Central frente al retorno de la liquidez

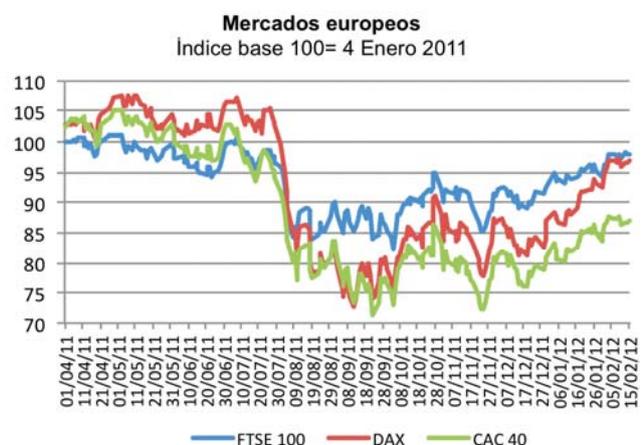
Editorial

En la Eurozona, cinco países ya están en recesión, pero el Banco Central Europeo y Estados Unidos compensan las malas noticias

- Italia, Bélgica y Holanda se sumaron a Grecia y Portugal y entraron técnicamente en un ciclo recesivo
- Pese a esto, los mercados bursátiles mejoraron, el riesgo país cayó y el euro se recuperó, fenómenos que se explican por la acción más decidida del BCE
- En Estados Unidos, la economía creció a un ritmo de 2,8% anual desestacionalizado en el cuarto trimestre de 2011 y el desempleo cayó a 8,3%

Si comparamos la “foto” de la situación actual con la de unos meses atrás encontramos:

- Estados Unidos ha mejorado su situación, con una economía que ha crecido a buen ritmo y ha creado empleo, y mejores perspectivas para los meses venideros.
- Europa se encuentra en la situación contraria, con una economía que muestra números negativos, países que entran en recesión, y sin perspectivas de un cambio de tendencia en el corto plazo.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Yahoo Finance

Lo cierto es que en Europa los problemas de fondo no se han superado en los últimos meses, pero ha habido cierto alivio gracias al rol más activo que ha tenido el Banco Central Europeo a partir de diciembre, cuando inyectó abundante liquidez a la banca europea, que resultó en un shock positivo en la confianza de los mercados. La mayor liquidez no se ha traducido en una expansión del crédito, pero sí ha provocado recortes en el costo al que se financian los países: los bancos utilizaron parte de la mayor liquidez que absorbieron del Central para comprar bonos soberanos de países como España e Italia. En las últimas subastas, estos países han verificado diferencias considerables en la tasas respecto a las subastas de enero.

Ese shock ha tenido una incidencia positiva en la trayectoria de los mercados: desde mediados de diciembre las bolsas europeas han repuntado y han seguido una trayectoria creciente desde entonces. El Euro, que se venía debilitando sostenidamente desde fines de octubre llegando a ubicarse por debajo de 1,3 dólares a mediados de enero, se recuperó, y ha logrado conservar esa posición a pesar de las recientes rebajas en la calificación de varios países, entre los que se encuentran España, Italia y Portugal.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch

Primas de riesgo más bajas, mercados en alza y Euro superando 1,3 dólares conforman un escenario más benigno. Pareciera que los mercados están dando tiempo para que Europa defina su rumbo. El Banco Central Europeo volverá con otra ronda de relajamiento cuantitativo el 29 de febrero, lo que podría seguir apuntalando el cuadro de situación actual.

En Estados Unidos la economía creció al 2,8% anual desestacionalizado en el cuarto trimestre de 2011 y la tasa de desempleo se redujo hasta 8,3% en enero de este año. En simultáneo, gran parte de los países que conforman la Eurozona han mostrado tasas de crecimiento negativas y

tres de ellos, Italia, Bélgica y Holanda, se han sumado al grupo de países que ya se encuentran en recesión (junto a Grecia y Portugal), luego de registrar dos trimestres consecutivos de variación negativa del PIB. Se torna así más complejo el dilema: ¿ajuste para sanear las cuentas fiscales o dar impulso a la economía? Resulta bastante evidente que las cuentas públicas no han de sanearse en un contexto de recesión.

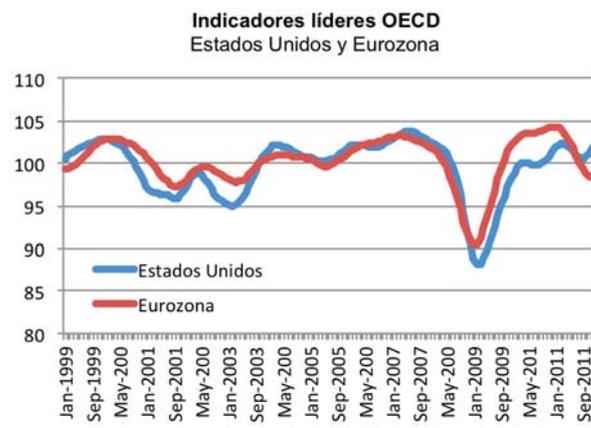
Evolución de la economía: Eurozona y países seleccionados - 3º y 4º Trimestre de 2011
Variación anual desestacionalizada

	III Trim	IV Trim
Eurozona (17 países)	0,4%	-1,2%
Alemania	2,4%	-0,8%
Bélgica	-0,4%	-0,8%
España	0,0%	-1,2%
Francia	1,2%	0,8%
Holanda	-1,6%	-2,8%
Italia	-0,8%	-2,8%
Portugal	-2,4%	-5,2%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat

El PIB de la Zona del Euro registró una tasa de -1,2% anual desestacionalizado en el cuarto trimestre de 2011. Alemania ha registrado tasas negativas, al igual que España, que venía de un tercer trimestre con crecimiento nulo, pero Francia ha logrado conservar su economía en terreno positivo.

Hacia delante, se observan resultados mixtos, pero más auspiciosos de los que se han venido observando en los últimos meses: los indicadores líderes que construye la OECD para anticipar puntos de inflexión del ciclo económico muestran mejores perspectivas para Estados Unidos, Japón y parte de los BRIC's (Rusia e India). Esto no se observa para la Eurozona, pero sí hay señales de moderación en el deterioro de los indicadores, y en algunos de los países que componen la región se observan algunas señales de posibles cambios positivos a futuro. Habrá que esperar los próximos datos para ver si estas incipientes señales se materializan.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a OECD

En Foco 1

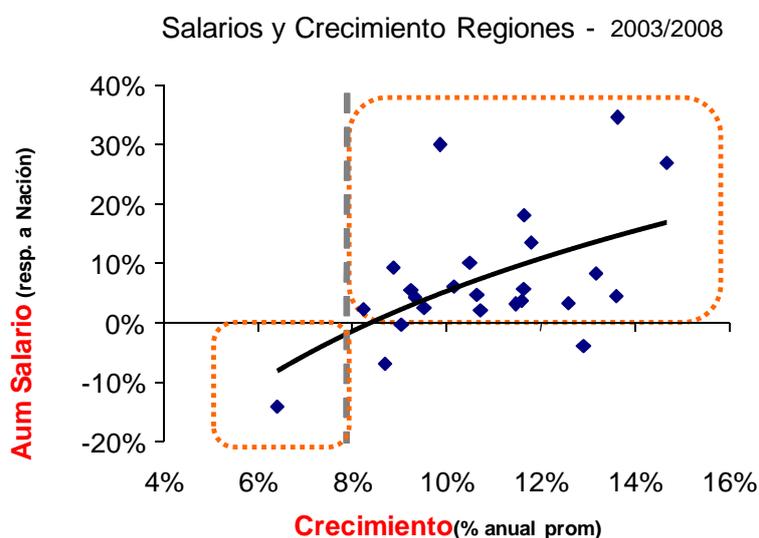
¿Siguen los salarios al crecimiento regional?

- En el ciclo de expansión de 2003 a 2008, se observó una significativa correlación entre el crecimiento económico por provincias y el cambio en los salarios, tomando como referencia el promedio nacional
- En el ciclo de recuperación de 2009 a 2011, el comportamiento de esas variables fue más heterogéneo
- En el último período, comienza a reflejarse en el diferencial de salarios el impacto de la pérdida del colchón cambiario sobre las diferentes economías regionales

Si a una empresa le va mejor que al promedio, es razonable que comparativamente pague mejores salarios. O al revés, si paga mejores salarios, es porque le va muy bien. ¿No será así también con las provincias? Siguiendo esta línea de pensamiento, nuestra hipótesis es que en aquellas jurisdicciones con mejor desempeño económico debieran haber tenido incrementos salariales superiores al promedio nacional. O a la inversa, podría utilizarse la magnitud de las variaciones salariales (en comparación al promedio nacional) como un indicador del desempeño de las economías regionales.

Para comprobar nuestra hipótesis, se iniciará con el siguiente análisis. Se **vinculará la variación salarial y el crecimiento de todas las provincias** (y también a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires). Es necesario aclarar que, en el caso de los salarios, se considerará su cambio respecto al promedio nacional. Y en cuanto al crecimiento, se tomará en cuenta la variación anual promedio observada en el indicador de actividad económica del Monitor de Provincias, confeccionado por el IERAL.

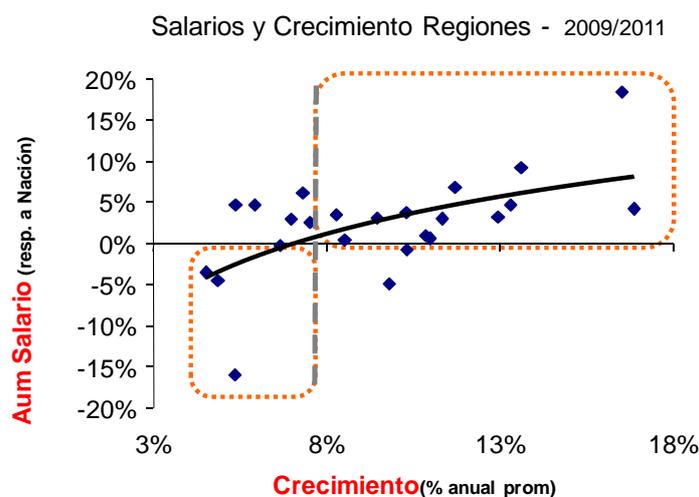
Periodo expansivo 2003-2008: El gráfico muestra que existe una relación entre el crecimiento económico en las provincias y el cambio en sus salarios promedios (expresados como porcentaje del salario nacional). Aunque no sea perfecta, lo llamativo es que en el cuadrante superior derecho, remarcado en el gráfico, se ubica la mayoría de las provincias, en las cuales sí crecieron por encima del promedio nacional, y así también lo hicieron sus salarios promedios. Y también se cumple para el cuadrante inferior izquierdo, referida a la jurisdicción con peor desempeño en crecimiento y en variación salarial.



Al tercer trimestre de cada año

IERAL Mendoza, basado en M. Trabajo y Monitor de Provincias

Periodo 2009-2011: Para este periodo, que también fue expansivo, también se cumple en buena parte la hipótesis, aunque en los cuadrantes remarcados hay unas pocas provincias menos. Quizá, al ser más corto el periodo (sólo dos años, versus cinco del anterior), la relación sea menos exacta.



Al tercer trimestre de cada año

IERAL Mendoza, basado en M. Trabajo y Monitor de Provincias

Dada esta relación entre crecimiento y variación salarial, pasa a ser interesante saber **cuáles han sido esas provincias con mejor (y peor) desempeño** durante los periodos expansivos analizados.

Durante los años 2003-2008, lo llamativo fue la presencia de varias provincias, especialmente todas de la zona patagónica, cuyos salarios crecieron muy por encima del promedio (posiblemente por la actividad petrolera). También Santa Fe y Jujuy tuvieron un buen desempeño salarial. Otro punto es que la Ciudad Autónoma fue la jurisdicción con menor variación salarial, y también la de menor crecimiento relativo (ver anexo). Y en letras coloradas aparecen las excepciones a la hipótesis propuesta (Catamarca, La Rioja y Buenos Aires).

Periodo 2003- 2008

Variación Salarial
(respecto al promedio nacional)

		Disminuyó	Aumentó	Aumentó fuertemente
Expansión (respecto al prom. nacional)	Mayor	Calamarca La Rioja		S. Fe Jujuy S. Cruz - Chubut - T Fuego Neuquén - R Negro
	Menor	CABA Tucumán	Buenos Aires	

En el segundo periodo (2009-2011), las provincias de Chaco y Tierra de Fuego aparecen como las de mayor recuperación salarial, acompañado de expansión económica. En cambio, la Ciudad Autónoma, más Mendoza y Santa Cruz son las que tuvieron aumento salarial inferior al promedio nacional, y también así fue su crecimiento. En este periodo más corto, aparecen algunas provincias más que son una excepción a la hipótesis inicial. El anexo presenta este mismo análisis con mayor detalle.

Periodo 2009- 2011

Variación Salarial
(respecto al promedio nacional)

		Disminuyó	Aumentó	Aumentó fuertemente
Expansión (respecto al prom. nacional)	Mayor	Salta Chubut		Chaco T. Fuego
	Menor	CABA Mendoza S. Cruz	L. Pampa - Córdoba Jujuy - Tucumán R. Negro	

Concluyendo, en un contexto inflacionario, los salarios aumentan, y entonces, cuando en una provincia aumentan más que el promedio nacional, constituye un primer indicador de estar expandiéndose también a mayor velocidad que la Nación. Aunque con excepciones, igualmente continúan siendo relevantes para el seguimiento de las economías argentinas.



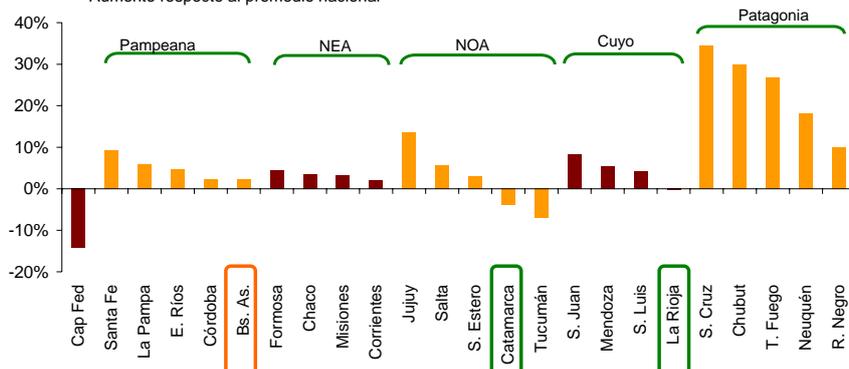
Anexo

Para ahondar más el tema, a continuación se presenta otra línea de análisis, en el cual **se muestran el desempeño de todas las provincias**. Para cada periodo, se presentan dos gráficos. En el de arriba se presenta el cambio en los salarios, con respecto al promedio nacional, observado en cada provincia. Están ordenados de mayor a menor, acorde a las regiones. Y en el gráfico de abajo, se presenta el crecimiento promedio anual en el periodo analizado, con el mismo orden utilizado en el gráfico anterior. La línea horizontal representa el crecimiento anual (tomando el tercer trimestre de cada año).

Periodo 2003-2008: Los dos gráficos vuelven a mostrar que existe la relación, pero no es exacta. Por ejemplo, si en una provincia crece por encima del promedio en 2 puntos porcentuales, la brecha con el promedio nacional se amplía, pero no es claro en qué porcentaje.

Salarios promedios privados - 2003 vs 2008

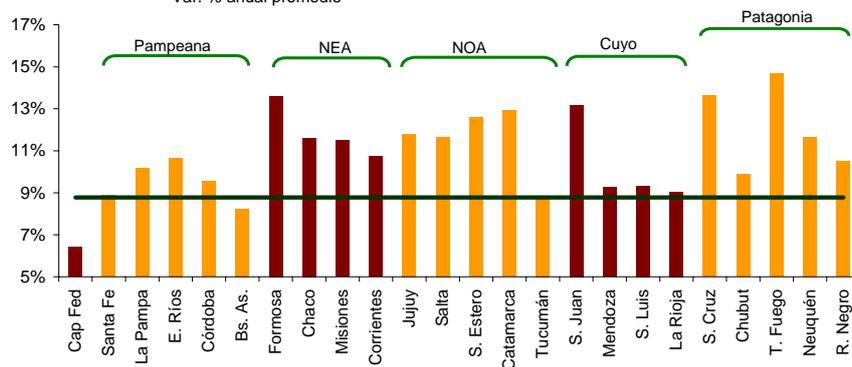
Aumento respecto al promedio nacional



IERAL Mza, basado en M. Trabajo

Crecimiento económico provincias - 2003 vs 2008

Var. % anual promedio



IERAL Mza, basado en Monitor de Provincias

De aquí se pueden rescatar los siguientes puntos:

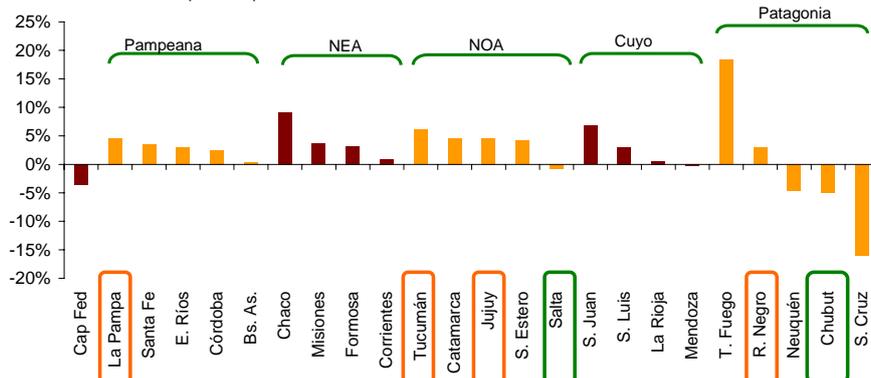
- Impactante la pérdida de los salarios en CABA, con respecto al promedio nacional. Pareciera seguir la suposición de que se trata de otro país. Una hipótesis es que una jurisdicción más vinculadas a los servicios y menos a la producción de bienes. Durante el periodo analizado, con un dólar caro, se favoreció esta última producción, y por eso, impactó más negativamente a la Ciudad Autónoma.

- En el gráfico de arriba, se resaltaron las provincias en las que no se cumple con la hipótesis planteada (sólo tres: Buenos Aires cuyos salarios crecieron más que el promedio, pero no así con la producción, y Catamarca y La Rioja con la tendencia inversa).
- Impresionante la recuperación salarial en las provincias patagónicas. La actividad petrolera debe haber jugado su rol.
- Aunque la hipótesis se cumple para la mayoría de las jurisdicciones, el orden no es el mismo en el crecimiento. Por ejemplo, dados los incrementos salariales en Santa Fe, Jujuy y Chubut, se hubiese esperado un mejor desempeño en sus indicadores de actividad económica. Señal que también hay otros factores que determinan los niveles de los salarios.

Periodo 2009 – 2011: Se volvieron a ordenar las provincias, de acuerdo a su variación salarial (respecto al promedio nacional). En este caso, hay unas provincias más que no cumplen con la hipótesis, pero la mayoría sí lo hace. Volviendo a CABA, en un contexto de un dólar más barato, la pérdida salarial respecto al promedio nacional ha sido menor.

Salarios promedios privados - 2009 vs 2011

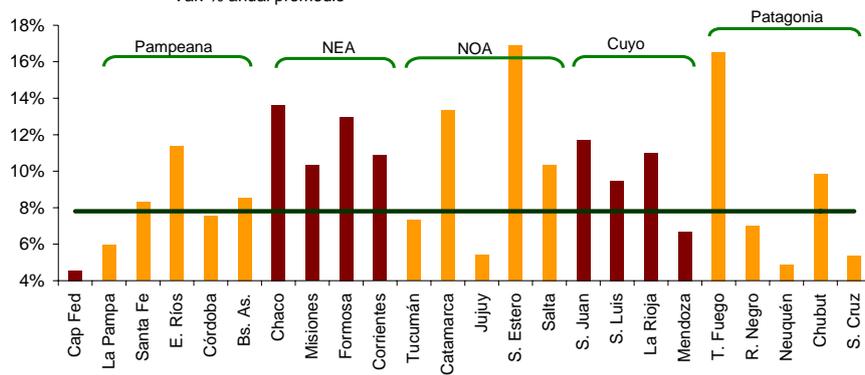
Aumento respecto al promedio nacional



IERAL Mza, basado en M. Trabajo

Crecimiento económico provincias - 2009 vs 2011

Var. % anual promedio



IERAL Mza, basado en Monitor de Provincias

En Foco 2

En Argentina caen las tasas de interés, con un sector externo que ahora juega un rol expansivo

- La Badlar, que hizo un pico de 23% en noviembre pasado, se ubicó por debajo de 15% en los últimos días
- La fuga de capitales retiraba pesos del mercado y moderaba la expansión monetaria; ahora, con los controles, el saldo neto de la compra-venta de dólares deriva en una importante inyección de pesos en la economía
- Se abre un interrogante acerca de cual será el comportamiento del Banco Central frente al retorno de la liquidez

A raíz de las diversas medidas restrictivas implementadas hacia fin del año pasado, la compra de dólares por parte de los agentes ha disminuido sustancialmente. Entre otras consecuencias, estos controles han eliminado un mecanismo “natural” de contracción de la Base Monetaria que implicaba la salida de circulación de moneda local, a cambio de billetes verdes. En este sentido, el presente artículo intenta echar luz sobre los cambios registrados en los factores de variación de este agregado monetario clave y su posible evolución a futuro. Hay que tener en cuenta que la evolución de esta variable es de suma relevancia en función de las expectativas de inflación.

Vale aclarar que, si bien los controles y/o restricciones han logrado acotar la compra de moneda extranjera en el mercado formal, la demanda real y, por ende, las causas de la misma- continúa latente. Esto se refleja, parcialmente en la apertura de una brecha entre el tipo de cambio oficial y el llamado paralelo.



Hacia fines de enero la Base Monetaria (compuesta por la circulación monetaria y la cuenta corriente de los bancos en el BCRA) promediaba \$ 220,6 mil millones, expandiéndose a un ritmo interanual de 35%. Sin embargo en los últimos meses ha habido significativos cambios en los factores de explicación de este incremento.

En primer término, existen comportamientos estacionales que se repiten cada año. Habitualmente, durante los últimos meses de cada año se expande fuertemente la Base Monetaria producto de la demanda por pesos para abonar salarios, aguinaldos y por el pico de consumo por fin de año y turismo. Así, se tiene que, en el último bimestre de 2009 el incremento nominal fue de alrededor de \$14,5 mil millones, en 2011 de casi \$20 mil millones. Hacia fines del año pasado, la variación absoluta fue de nada menos que \$32,9 mil millones.

Atento a esta notable expansión estacional, el Central generalmente utiliza el primer trimestre de cada año para esterilizar el mercado de pesos. Para esta operación, la autoridad monetaria se vale de dos mecanismos bien claros: por un lado, los Pases Netos (Pases Activos – Pases Pasivos) que en 2009 disminuyeron la expansión de la Base Monetaria en \$9,5 mil millones, en 2010 en \$4 mil millones y en 2011 en \$6,8 mil millones; por el otro, la colocación de Títulos del BCRA colaboró para contener la Base Monetaria en \$2,2 mil millones en 2010 y \$9,4 mil millones el año pasado. Pero, ¿qué sucede este año, cuando el incremento de la Base Monetaria ha sido sustancialmente mayor?

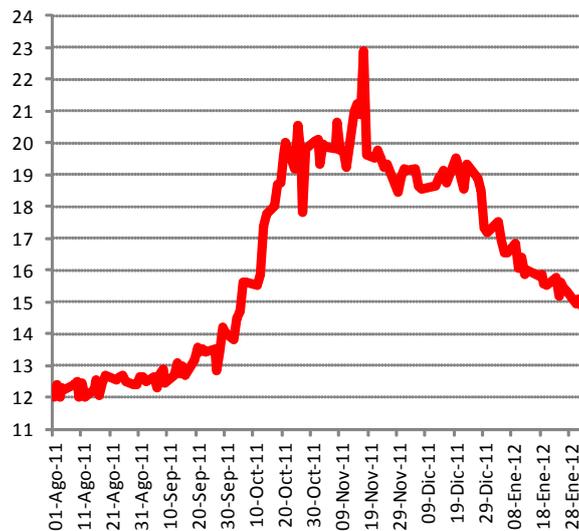
En lo que va del año (con cifras hasta el 3 de febrero) los mecanismos de esterilización descriptos anteriormente marcan una contracción de \$13,3 mil millones en el caso de los Pases Netos y de \$5,7 mil millones para la contracción vía emisión de Títulos del BCRA.

El equilibrio que deberá mantener ahora el Banco Central en el manejo de la Base Monetaria es más complejo. Las trabas para la compra de dólares han suprimido un mecanismo “natural” de contracción que había logrando esterilizar \$20 mil millones entre agosto y octubre. Sin embargo, ahora esa situación se ha invertido. Los controles llevan a que el sector externo pase a ser la principal fuente de expansión monetaria. De allá que el Banco Central necesita de los otros

instrumentos para graduar la emisión en apenas los tres primeros días de febrero el mercado de Pases ha esterilizado más de \$5 mil millones.

En este contexto de abundante liquidez en pesos, la tasa BADLAR (tasa que pagan los bancos comerciales por plazos fijos mayores al millón de pesos) ha bajado de un pico de 23% anual registrado en noviembre del año pasado, a menos de 15% en los últimos días. No obstante, se debe tener en cuenta que las variaciones en esta tasa de referencia marcan la pauta de una mayor o menor demanda de crédito (que, a su vez, requiere ser fondeado por depósitos), haciendo el equilibrio aún más complicado.

Tasa de Interés BADLAR (Bancos Privados)
en t.n.a. (%)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCRA