Informe de Coyuntura del IERAL Semanal

Año 21 - Edición Nº 721
15 de Marzo de 2012

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

Investigadores:

Jorge Vasconcelos
(Coordinador)

Editorial
Juan Manuel Garzón

En Foco 1
Joaquín Berro Madero

En Foco 2
Gustavo Reyes

En Foco 3
Eliana Miranda y Martín Clausse

Edición y compaginación:
Karina Lignola

www.ieral.org

Editorial: ***Finalmente, la merma de las exportaciones agrícolas de 2012 se limitaría a 1,5 mil millones de dólares respecto de 2011*** 2

- Para los principales cereales y oleaginosas se estima una cosecha de 89 millones de toneladas, una caída de 6,5% respecto de la campaña anterior, que podría haber sido mayor por efecto de la sequía de diciembre y enero
- La mejora de los precios internacionales ha atenuado el impacto de la menor cosecha, pero de todos modos los ingresos de los productos sufrirán una caída de 2,5 mil millones de dólares respecto de la campaña anterior
- De aquí en adelante, la evolución de los precios internacionales dependerá centralmente de los resultados de la campaña agrícola de Estados Unidos

En Foco 1: ***La rentabilidad industrial cayó a 2,5% de la facturación, el nivel más bajo de los últimos ocho años (excepto 2008)*** 9

- Para un conjunto de 20 firmas vinculadas a la industria se tiene que, en el cuarto trimestre de 2012, la facturación creció a un ritmo interanual apenas por encima del de los precios
- El resultado operativo se ubicó en 9,3% de la facturación, ratio que compara con un 12% registrado en igual período de 2010
- Es posible que el deterioro de la rentabilidad industrial se profundice en este primer trimestre de 2012

En Foco 2: ***La historia inflacionaria de la Argentina aconseja un debate mas profundo sobre el rol del Banco Central*** 12

- La teoría económica y la evidencia empírica muestran que la política monetaria tiene un gran poder sobre la tasa de inflación pero, en el largo plazo, la expansión monetaria sostenida es incapaz de afectar positivamente el nivel de empleo y actividad económica
- La experiencia de los últimos años muestra que los bancos centrales en el mundo prefieren concentrarse en pocos objetivos y limitan su rol como agentes de financiamiento del sector público
- Cuando el ciclo económico reclama una política monetaria expansiva (por recesión, por baja utilización de la capacidad instalada) es clave que el Banco Central tenga credibilidad para que los agentes económicos sigan demandando la moneda local: es lo que muestran hoy la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo

En Foco 3: ***Estados Unidos ya recuperó los niveles de producción previos a la crisis, pero el crecimiento sigue condicionado por la excesiva deuda pública y privada*** 19

- Para un índice base 100 en 2006, el PIB del cuarto trimestre de 2011 alcanzó un nivel de 104.1
- Sin embargo, la tasa de desempleo actual (8.3%) duplica los guarismos previos a la crisis
- El mercado inmobiliario muestra una incipiente recuperación, sin embargo el inicio de nuevas construcciones se sitúa en torno a 650 mil unidades/año, cuando antes de la crisis superaba 1.5 millones

Esta publicación es propiedad del Instituto de Estudios sobre la Realidad Argentina y Latinoamericana (IERAL) de Fundación Mediterránea. Dirección Marcelo L. Capello. Dirección Nacional del Derecho de Autor Ley Nº 11723 - Nº 2328, Registro de Propiedad Intelectual Nº 912954. ISSN Nº 1667-4790 (correo electrónico). Se autoriza la reproducción total o parcial citando la fuente. Sede Buenos Aires y domicilio legal: Viamonte 610 2º piso, (C1053ABN) Buenos Aires, Argentina. Tel.: (54-11) 4393-0375. Sede Córdoba: Campillo 394 (5001), Córdoba, Argentina, Tel.: (54-351) 472-6525/6523. E-mail: info@ieral.org ieralcordoba@ieral.org

Editorial

Finalmente, la merma de las exportaciones agrícolas de 2012 se limitaría a 1,5 mil millones de dólares respecto de 2011

- Para los principales cereales y oleaginosas se estima una cosecha de 89 millones de toneladas, una caída de 6,5% respecto de la campaña anterior, que podría haber sido mayor por efecto de la sequía de diciembre y enero

- La mejora de los precios internacionales ha atenuado el impacto de la menor cosecha, pero de todos modos los ingresos de los productos sufrirán una caída de 2,5 mil millones de dólares respecto de la campaña anterior

- De aquí en adelante, la evolución de los precios internacionales dependerá centralmente de los resultados de la campaña agrícola de Estados Unidos

Resumen

La producción agrícola de la campaña 2011/2012 alcanzaría un volumen cercano a las 89 millones de toneladas, computando los principales cereales y oleaginosas de la región pampeana, con un retroceso de 6 millones de toneladas respecto a la campaña anterior (6,5%).

Afortunadamente, los granos han recuperado valor en los últimos meses. La soja, cuya cotización estaba en US$ 450 la tonelada hacia fines del 2011, tiene un valor esperado a cosecha (mayo 2012) de entre US$510 – US$ 515 la tonelada.

La mejora en los precios internacionales ha atenuado (no compensado) el impacto negativo de la menor producción sobre las principales macro-variables que están asociadas al sector.

De acuerdo a las estimaciones, los productores facturarán US$2.500 millones menos en esta campaña, el flujo de exportaciones se reducirá en US$ 1.466 millones (-5%) y la afluencia de recursos al fisco en US$ 361 millones (-3,9% en dólares).

En caso que la producción americana esperada de soja (2012/2013) no muestre una recuperación importante, y que se confirme el crecimiento esperado en China para lo que resta del año y el 2013, habrá seguramente presión ascendente en los precios internacionales hacia el segundo semestre del 2012; una gran campaña americana, por el contrario, podría venir acompañada de un amesetamiento o una suave declinación en los precios.

Campaña agrícola 2011/12: mayor siembra menor cosecha

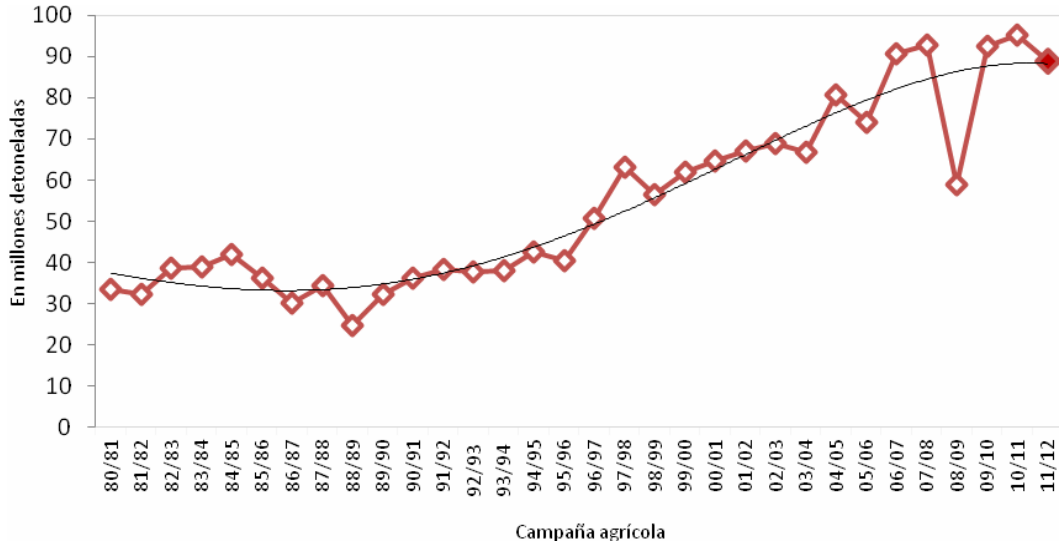
A pesar de un aumento del área sembrada, que las fuentes públicas y privadas estiman de una magnitud de entre 500 mil y 700 mil hectáreas (la mitad corresponde al maíz), la producción agrícola de la campaña 2011/2012 no repetirá el último ciclo, y se posicionará de acuerdo a estimaciones propias en un volumen cercano a las 89 millones de toneladas, incluyendo principales cereales y oleaginosas de la región pampeana.

De confirmarse estas cifras, se trata de un retroceso de 6 millones de toneladas respecto a la campaña anterior, que equivale a un 6,5% de lo producido en el ciclo 2010/2011.

La caída de producción responde estrictamente a las malas condiciones climáticas de los meses de diciembre y enero (primer quincena), un fenómeno singular de muy altas temperaturas con muy escasas lluvias, que afectó sensiblemente la productividad de muchas tierras, en particular de aquellas que fueron destinadas al maíz y en regiones como Córdoba.

Nótese que la producción agrícola argentina ha entrado en una meseta desde las últimas 4-5 campañas, oscilando en torno a las 90 millones de toneladas, y se ha interrumpido una exitosa carrera ascendente desarrollada en el período 1995-2006. Paradójicamente, este cambio de tendencia aparece cuando las commodities cotizan a niveles muy elevados en los mercados internacionales.

Evolución de la producción agrícola argentina – Proyección Campaña 2011/2012 - Principales cultivos de la región pampeana*



* Incluye los granos de maíz, trigo, sorgo, soja, girasol y maní.
Fuente: IERAL en base a datos de MINAGRI, USDA, Bolsas de Cereales.

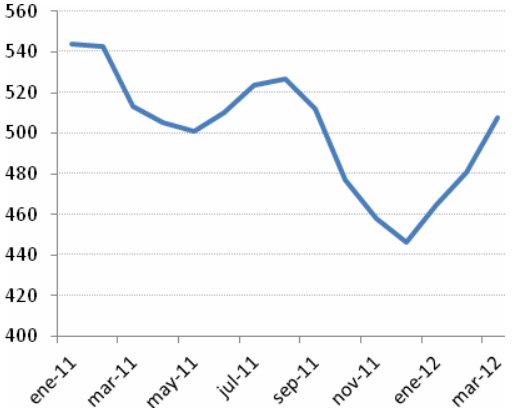
Si bien las adversidades climáticas pueden explicar retrocesos en años puntuales, es muy probable que por detrás de la nueva tendencia se escondan efectos de políticas públicas específicas y del marco jurídico institucional general del país, que han disminuido el retorno esperado de la inversión en la cadena agrícola, acortado sus plazos de recupero e incrementado sensiblemente el riesgo de las decisiones de inversión.

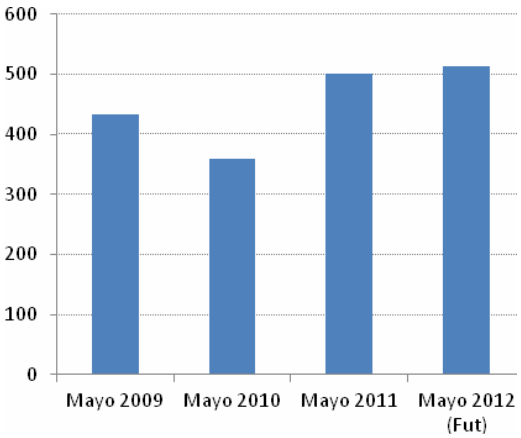
Las excelentes condiciones externas han sido en gran medida neutralizadas por el ambiente de negocios interno, deteriorado por políticas generales y/o específicas (excesiva expansión monetaria y fiscal, elevada presión tributaria sobre producción de commodities, restricciones de exportación), las que han disminuido los esfuerzos destinados a lograr nuevas expansiones territoriales, mejoras productivas y tecnológicas, bajo la consideración que existe un riesgo alto

de que estas inversiones no tengan retorno económico o que en caso de tenerlo, sea difícil su apropiación.

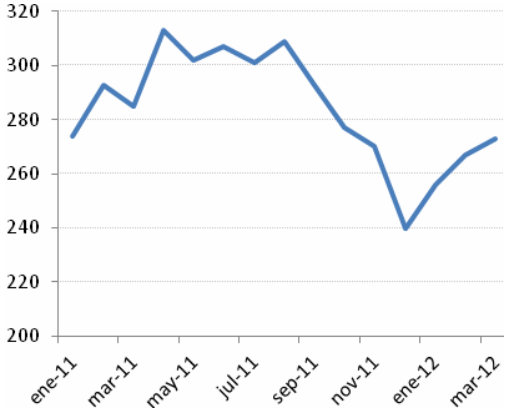
Afortunadamente para el país, los granos han recuperado valor en los últimos meses. La soja, cuya cotización estaba en US$ 450 la tonelada hacia fines del 2011, tiene un valor esperado a cosecha (mayo 2012) de entre US$510 – US$ 515 la tonelada. Estos guarismos se asemejan sensiblemente a los del mismo período del año pasado. Algo parecido ha sucedido en el maíz, aunque en este caso la recuperación no ha sido tan profunda y los valores esperados a cosecha están aún bastante por debajo de la campaña pasada.

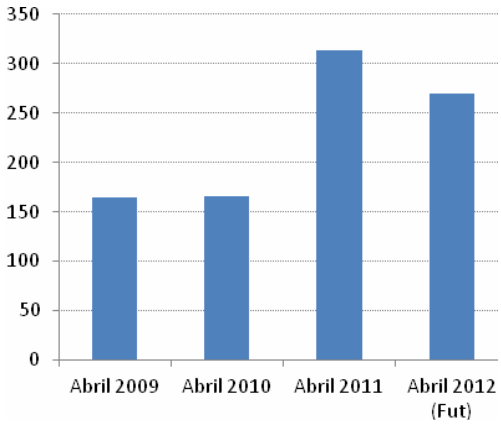
Precios FOB Soja – En US$ / Ton





Precios FOB Maíz – En US$ / Ton





Fuente: IERAL con datos de MINAGRI y Bolsa de Cereales de Rosario.

Esta mejora en las cotizaciones tiene que ver probablemente con la necesidad de generar suficientes incentivos como para lograr buenos volúmenes de producción en la próxima campaña (2012/2013), campaña que ya empieza a gestarse en el hemisferio norte, donde reside el principal productor de granos del mundo (Estados Unidos).

Nótese que la campaña en curso cierra con problemas de oferta y con la percepción de que el escenario económico mundial base puede ser relativamente bueno este año y el que viene, manteniendo activa a la demanda, en particular de la principal oleaginosa que hoy tiene Argentina y el mundo.

De acuerdo a las últimas proyecciones del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA según sus siglas en inglés), los tres productores líderes de soja (Brasil, USA y Argentina) terminarán cerrando la campaña 2011/2012 con menos volumen que en el ciclo pasado (-7 millones, -7,4 millones y -2,5 millones, un 8%, 9% y 5% menos respectivamente). Por su parte, si bien el consumo mundial sentirá la desaceleración se especula con que termine entre un 2% y 2,5% arriba en esta campaña. Con menos producción y más consumo, el ciclo 2011/2012 cierra con menores stocks de la oleaginosa.

El precio de la soja está buscando un nivel competitivo, en particular para convencer a los productores americanos a que se inclinen un poco más por la oleaginosa y un poco menos por el maíz en su campaña 2012/2013. En los dos meses siguientes se verá si éstos priorizan el cereal o la oleaginosa. En caso que la producción americana esperada de soja no muestre una recuperación importante, y que se confirme el crecimiento esperado en China para lo que resta del año y el 2013, habrá seguramente presión ascendente en los precios internacionales hacia el segundo semestre del 2012; se tratará de inclinar la producción sudamericana hacia la oleaginosa. Por el contrario, una gran campaña americana 2012/2013 puede venir acompañada de un amesetamiento o una suave declinación en los precios hacia la segunda parte de este año.

La mejora en los precios internacionales ha atenuado (no compensado) el impacto de la menor producción esperada sobre las principales macro-variables que están asociadas al sector: ingresos brutos (facturación) de los productores agropecuarios; divisas generadas en exportaciones de granos y subproductos; derechos de exportación que se recaudan a partir de la exportación de granos y subproductos.

Las macro-variables asociadas a la campaña agrícola 2011/2012 – Ingresos Brutos de los Productores, Derechos de Exportación y Exportaciones – Evolución respecto de la campaña anterior – En millones de US$

Fuente: Elaboración propia en base a datos de MINAGRI, USDA y Bolsas de Cereales.

En el caso de los ingresos que percibirán los productores por la colocación de sus granos en el mercado (se valúa la producción a precios FAS Rosario), se estima que éstos llegarán a los US$ 22.500 millones, con un retroceso del 11% respecto de la campaña anterior (US$ 25.000 millones). Es decir, los productores manejarán unos US$2.500 millones menos.

Realizando los ajustes pertinentes de forma tal de llegar a una imputación anual (este año se exportará producción de la campaña pasada y producción de la campaña en curso) y considerando las proyecciones de volúmenes de exportación 2011/2012 de USDA, se estima que el flujo de exportaciones que generará la colocación de commodities agrícolas en el exterior se reducirá en US$ 1.466 millones este año respecto al nivel alcanzado en el 2011 (-5%).

Por último, en cuanto a los derechos de exportación, se espera una menor afluencia de recursos al fisco, una caída de US$ 361 millones (-3,9% en dólares). Nótese que en pesos, la situación se revertiría, dado el mayor tipo de cambio esperado para el 2012 respecto al 2011. Si se trabaja con una pauta de $4,5 / 1 US$ para el 2012 (habiendo sido $4,1 en el 2011), se produciría una mejora nominal de $1.500 millones (+4,1%).

Las dos proyecciones anteriores están basadas en determinados patrones de colocación de productos en el exterior, que en las estimaciones se mantienen sin cambios de un año al otro.
Por ejemplo, se supone que todas las exportaciones de poroto de soja se realizan (como es lo usual) en el mismo año en que se cultiva el grano (en este año, para la campaña 2011/2012), mientras que las colocaciones de los derivados del grano (aceites, harinas, biodiesel), se distribuyen de forma más pareja entre los doce meses que siguen al momento en que se cosecha la oleaginosa (parte de la producción sale un año y parte el otro).

Ahora bien, estos patrones de comercialización podrían cambiar. Por ejemplo, si este año se concentrasen relativamente más las ventas en los primeros meses del ciclo comercial que en los últimos, podría darse que el flujo de exportaciones 2012 no disminuya o se acerque más respecto al flujo 2011 (y lo mismo con los derechos de exportación). Por supuesto, el "adelantar" exportaciones, implicaría dejar menos producto exportable para el 2013. Puede deducirse que un "retraso" de las exportaciones, generaría los efectos contrarios.

Por último, una conclusión, quizás la más importante de todo el análisis realizado: este año los flujos de ingresos, exportaciones y recaudación asociados a la producción y exportación agrícola estarán probablemente por debajo de los niveles del año pasado y, en el mejor de los casos, suponiendo una mayor valorización de los precios internacionales de las commodities, en niveles cercanos; en el escenario base no debería esperarse una variación positiva respecto de 2011 en ninguna de estas variables, todas ellas tan relevantes por sus efectos macroeconómicos para el país.

En Foco 1

La rentabilidad industrial cayó a 2,5% de la facturación, el nivel más bajo de los últimos ocho años (excepto 2008)

- Para un conjunto de 20 firmas vinculadas a la industria se tiene que, en el cuarto trimestre de 2012, la facturación creció a un ritmo interanual apenas por encima del de los precios
- El resultado operativo se ubicó en 9,3% de la facturación, ratio que compara con un 12% registrado en igual período de 2010
- Es posible que el deterioro de la rentabilidad industrial se profundice en este primer trimestre de 2012

En las últimas semanas gran parte de las empresas de primera línea locales, remitieron el resultado de sus balances del cuarto trimestre de 2011 a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. En particular, los libros contables de las firmas vinculadas a la actividad industrial local reflejaron una significativa merma en sus niveles de rentabilidad. En efecto, el nivel de ganancias para este conjunto de empresas fue el más bajo desde 2003 hasta acá, a excepción de la crisis de fines de 2008 y principios de 2009.

El presente análisis se ha realizado relevado los balances de un conjunto de 20 empresas de primera línea, vinculadas a la producción industrial. Este conjunto está compuesto por una amplia gama de sectores que van desde el siderúrgico hasta el de autopartes, pasando por el de producción de maquinaria industrial, química y software.

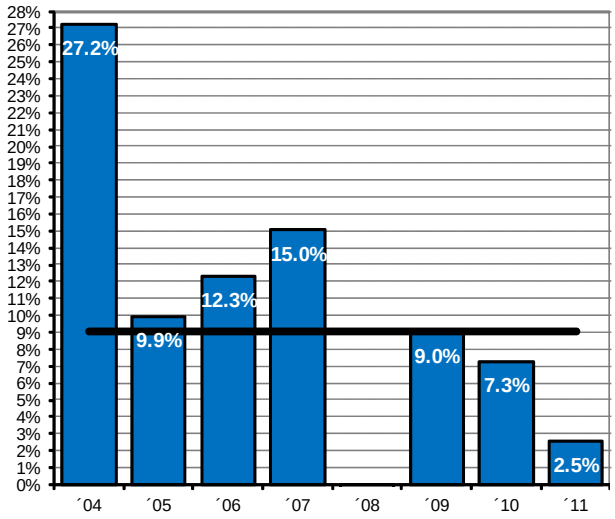
Los datos agregados de facturación revelan que durante el cuarto trimestre del año pasado, las ventas sumaron $10.294 millones, un 25% más que en igual período de 2010. Esto implica que, en términos reales (descontando la inflación anual) la facturación apenas si se incrementó. Por

el lado del resultado operativo de este grupo de empresas, se tiene que ha habido un retroceso de 3% pasando de $993 a $959 millones si se comparan los últimos trimestre de 2010 y 2011, respectivamente.

En suma, la estabilización de las ventas y la merma en la "caja" de las empresas industriales (resultado operativo), implicaron una reducción significativa de su nivel de rentabilidad neta. En este sentido, las ganancias pasaron de sumar $603 millones en el último trimestre de 2010 a $262,4 millones durante igual período de 2011. Esto es, la rentabilidad ha caído en doce meses un 56% nominal.

Ratio Rentabilidad / Facturación

panel fijo de 20 empresas industriales, datos del 4er Tr de cada año



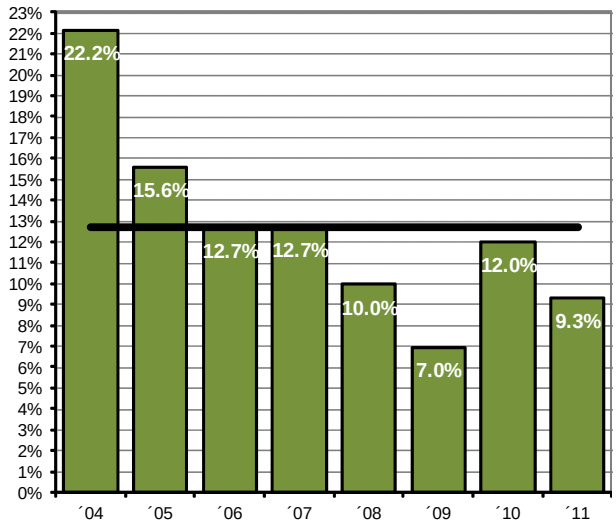
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCBA

Para tener un orden de magnitud de la erosión sufrida en los resultados netos de estas empresas, se realizó el cociente entre el nivel de rentabilidad y el nivel de facturación de las mismas. Como refleja el gráfico adjunto, el guarismo de 2,5% alcanzado durante el último trimestre del año pasado fue por lejos el peor para el cual se tienen registros desde 2004 a la fecha (quitando el ratio del último trimestre de 2008, año signado por la crisis financiera internacional), incluso inferior al observado a fines del año 2003. Por el lado del resultado

operativo, el comportamiento ha sido similar. En términos del nivel de facturación, este proxy de la "caja" de las empresas, marcó 9,3% durante el cuarto periodo de 2011, dato que compara con el 12% registrado en 2010 y 14,6% para el promedio de los últimos trimestres desde 2004 hasta 2008.

Ratio Resultado Operativo / Facturación

panel fijo de 20 empresas industriales, datos del 3er Tr de cada año



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCBA

En este contexto, la pobre performance de la rentabilidad de las empresas industriales durante los últimos tres meses del año pasado, se condice con la desaceleración en el nivel de actividad del sector industrial que marcan diversos índices confeccionados en el primer bimestre de 2012. Está claro que la tendencia iniciada a fines de 2011 para la industria, apunta hacia abajo en 2012. Asimismo, varias de las medidas de política económica adoptadas recientemente no permiten esperar que eso se revierta en el corto plazo, más aún teniendo en cuenta un contexto internacional que, si bien no es enteramente desfavorable, plantea una recuperación débil de la demanda a nivel global.

En Foco 2

La historia inflacionaria de la Argentina aconseja un debate mas profundo sobre el rol del Banco Central

- La teoría económica y la evidencia empírica muestran que la política monetaria tiene un gran poder sobre la tasa de inflación pero, en el largo plazo, la expansión monetaria sostenida es incapaz de afectar positivamente el nivel de empleo y actividad económica

- La experiencia de los últimos años muestra que los bancos centrales en el mundo prefieren concentrarse en pocos objetivos y limitan su rol como agentes de financiamiento del sector público

- Cuando el ciclo económico reclama una política monetaria expansiva (por recesión, por baja utilización de la capacidad instalada) es clave que el Banco Central tenga credibilidad para que los agentes económicos sigan demandando la moneda local: es lo que muestran hoy la Reserva Federal de Estados Unidos y el Banco Central Europeo

Mucho se ha escrito en las últimas semanas sobre los cambios propuestos en el proyecto de ley enviado por el Poder Ejecutivo al Congreso de la Nación para reformar la Carta Orgánica del Banco Central. Entre otros cambios, esta reforma propone que el Banco Central tenga más de un objetivo y que se flexibilicen los límites establecidos para financiar al sector público. Estas dos características claves del proyecto de ley no se condicen con la práctica de los Bancos Centrales en el mundo de los últimos 30 años y pueden afectar negativamente las expectativas y el problema de la inflación en Argentina.

La **multiplicidad de objetivos** propuestos en el proyecto de reforma de la Carta Orgánica consiste en agregarle al objetivo de estabilidad monetaria, el de estabilidad financiera y el de desarrollo económico con equidad social. El objetivo de estabilidad financiera en cierta forma ya

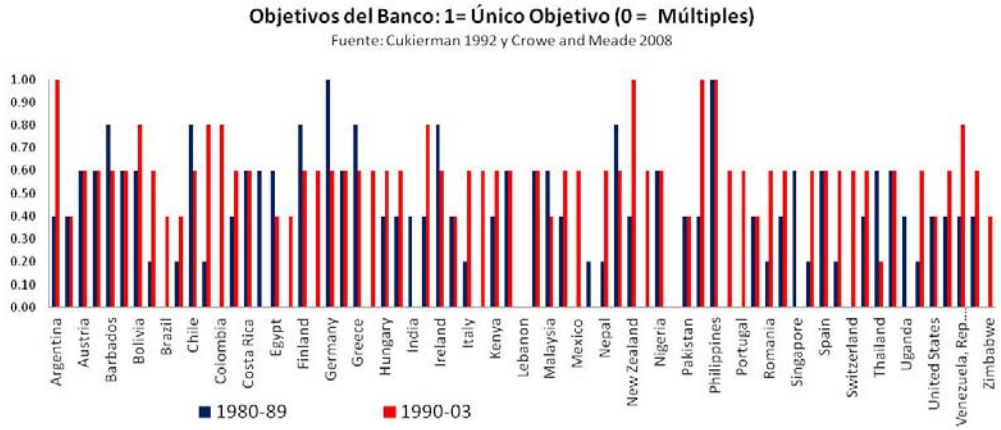
estaba contemplado en forma implícita en algunos artículos de la actual Carta Orgánica pero no así el de desarrollo económico con equidad social. Si bien este último objetivo es muy importante, por un lado, el Banco Central no tiene suficientes instrumentos para cumplirlo y; por otro lado, el intentar alcanzarlo puede generar un conflicto con los otros objetivos.

El desarrollo económico con equidad es un objetivo loable, pero excede a los instrumentos que tiene el Banco Central. Requiere de políticas que están disponibles en otros organismos del Poder Ejecutivo como las políticas impositivas, las laborales, las de fomento a la competitividad, las del comercio exterior, las relacionadas con la infraestructura, la mejora en la calidad educativa, etc.

La teoría económica y la evidencia empírica muestran que la política monetaria en el largo plazo, tiene un gran poder sobre la tasa de inflación pero es totalmente incapaz de afectar positivamente el nivel de empleo y de actividad económica y que, en el intento de afectarlos, solamente termina aumentando los niveles de inflación. Teniendo en cuenta esta restricción y los enormes costos que trae aparejado la inflación[1], la gran mayoría de los Bancos Centrales en el mundo se aboca a lograr una inflación baja y estable como objetivo prioritario ya que es ésta la mejor contribución que la política monetaria puede hacer al desarrollo económico de una sociedad (Corbo 2007).

Desde la perspectiva de la autoridad monetaria, intentar alcanzar tanto los objetivos de estabilidad como los de desarrollo económico también puede llevar a un conflicto entre ambos ya que, cuando el Banco Central pretende estimular la actividad económica; realiza políticas monetarias expansivas (reducciones de tasas de interés) lo cual puede terminar afectando a la inflación y por lo tanto, al objetivo de estabilidad económica. Por este motivo, y como se explicaba anteriormente, gran parte de los Bancos Centrales en el mundo han reducido sus

objetivos de política monetaria y se han enfocado hacia la estabilidad de precios casi exclusivamente como se muestra a continuación en el gráfico y cuadro adjunto.



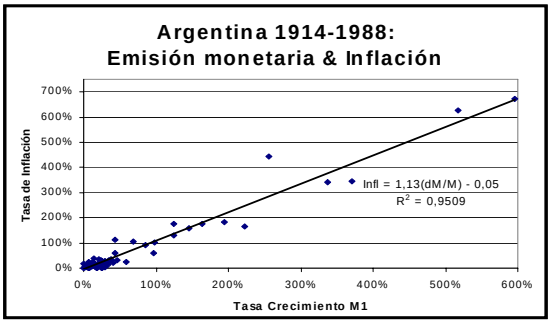
Objetivo Legal del Banco Central - Heenan, Peter and Roger (2006)

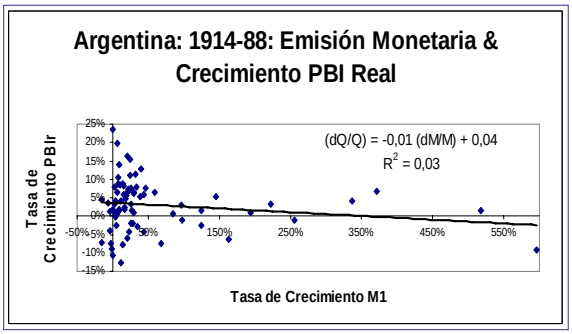
Objetivos múltiples	Meta inflación	Estabilidad de precios y financiera	Estabilidad de Precios	Estabilidad de la moneda	Inflación baja y estable
Australia	Brasil	Chile	Colombia	Indonesia	Noruega
Canadá			República Checa	Perú	
			Hungría	Sud Africa	
			Islandia	Tailandia	
			Israel		
			Corea		
			México		
			Nueva Zelanda		
			Filipinas		
			Polonia		
			Rumania		
			Rep. Eslovaka		
			Suecia		
			Turquía		
			Reino Unido		

La pérdida de efectividad en el tiempo de la política monetaria para empujar el empleo y la actividad económica es un clásico tanto en los manuales de macroeconomía como en los trabajos empíricos. También puede visualizarse en la historia de nuestro país. Tomando un período de tiempo suficientemente largo, la emisión monetaria se correlaciona casi

[1] Distorsiona las señales de precios perjudicando la asignación eficiente de recursos, el desarrollo financiero y la inversión; general volatilidad en la economía, empeora la distribución del ingreso, etc.

perfectamente con la tasa de inflación pero casi nada con el crecimiento de la economía como puede observarse en los gráficos adjuntos.





En el corto plazo, sin embargo, una mayor emisión monetaria puede estimular durante algún tiempo a la economía pero, al igual que una droga adictiva, se necesitan dosis cada vez mayores de inflación para resultados cada vez menores en términos de actividad económica. Esta es la historia de Argentina de muchas décadas. Considerando el último período, se tiene que durante 2004/05[2], las altas tasas de expansión monetaria (entre 25% y 40% según el agregado monetario que se utilice) permitieron una alta liquidez en la economía que favoreció su crecimiento (la economía alcanzó tasas del 9% anual) sin que los precios se aceleraran significativamente (la inflación promedio fue del 6% anual). Entre 2006 y 2007, el ritmo de expansión monetaria continuó siendo elevado al igual que el crecimiento de la economía (8.7%) pero a costa de un importante ascenso en la tasa de inflación (17% anual). Luego del período recesivo (2008/09), en 2010 la economía volvió a tasas altas de crecimiento (8.2%) lubricadas por una importante emisión monetaria pero a costa de superar ampliamente el umbral del 20% de inflación anual. En 2011, la emisión monetaria siguió siendo alta y aunque el nivel de inflación se mantuvo en niveles similares a los del 2010, el ritmo de crecimiento comenzó a descender (5.7%).

[2] Para las cifras de crecimiento de la economía se utiliza el Indicador General de Actividad (IGA) de Orlando Ferreres y para las de inflación, al promedio de las Direcciones de Estadísticas Provinciales.

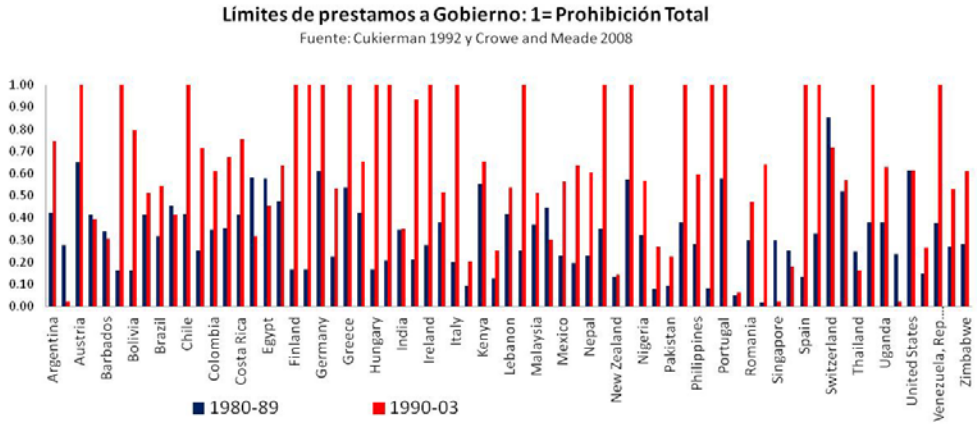
Un ejemplo similar al de Argentina durante 2003/05 lo constituye la actualidad de Estados Unidos con la Reserva Federal y de la zona del Euro con el Banco Central Europeo. Ambos bancos centrales están dotando a la economía de importantes dosis de liquidez buscando recuperar la actividad económica y de esta forma, sacar a las economías de una situación muy complicada. Esto ocurre porque ambas economías, al igual que la de Argentina después de la devaluación del 2002, se encuentran con enormes niveles de capacidad ociosa y, debido a las complicaciones del sector financiero, la gente ha aumentado sus deseos de tener dichas monedas[3]. La conjunción de estos dos factores, es lo que les permite a los bancos centrales dotar a la economía de gran liquidez sin importantes efectos sobre la inflación en el corto plazo. No obstante, tanto la recomposición de las demandas de dinero como el exceso de capacidad ociosa, son fenómenos que en algún momento comienzan a revertirse. Llegado este momento, dichos bancos centrales deberán desactivar sus políticas expansivas, porque de lo contrario sus efectos comenzarán a afectar al nivel de precios tal como sucedió en la Argentina. Por estos motivos y para mantener calmadas las expectativas de mediano plazo de los tenedores de euros y dólares, ambos bancos centrales han reafirmado sus compromisos de inflación baja y estable.

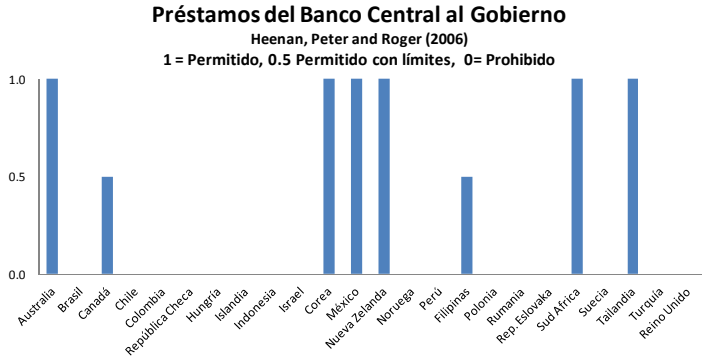
Resumiendo, la corta de vida del estímulo monetario conjugado con los grandes problemas que trae la inflación es lo que ha llevado a gran parte de los bancos centrales en el mundo a abandonar la multiplicidad de objetivos y concentrarse en solucionar el problema para el cual tienen mayor efectividad que es el de mantener los niveles de inflación relativamente bajos y estables.

Con respecto a la **flexibilización del financiamiento para el Gobierno Nacional**, dicha medida también va en contra de la postura de gran parte de los bancos centrales del mundo. Dado que la inflación se produce por los excesos de emisión monetaria, una de las formas de evitar las presiones políticas de mayor emisión monetaria es a través de un esquema que

[3] Con mayor demanda de dinero doméstico es posible expandir la oferta de dinero sin efectos importantes sobre el nivel de precios.

restrinja por ley el financiamiento al gobierno de turno. Como puede apreciarse en los siguientes gráficos, la tendencia en los últimos 30 años en muchos bancos centrales del mundo ha sido limitar cada vez más este tipo de financiamiento o directamente prohibirlo para así no condicionar al banco central en su objetivo sobre la estabilidad de los precios.





Como conclusión, el intento de ampliar los objetivos de la política monetaria y la flexibilización de los límites para financiar al sector público son movimientos que no reflejan la dinámica actual de los bancos centrales en el mundo, sino que responden a motivaciones locales. El problema está en que puedan dar lugar a mayores presiones inflacionarias en una etapa de la economía argentina en la que se necesita lograr lo contrario, es decir, comenzar a resolver un problema

que no puede ser minimizado, dados los antecedentes de nuestro país durante varias décadas consecutivas.

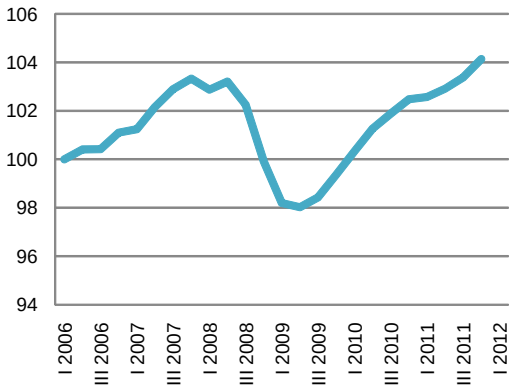
En Foco 3

Estados Unidos ya recuperó los niveles de producción previos a la crisis, pero el crecimiento sigue condicionado por la excesiva deuda pública y privada

- Para un índice base 100 en 2006, el PIB del cuarto trimestre de 2011 alcanzó un nivel de 104.1
- Sin embargo, la tasa de desempleo actual (8.3%) duplica los guarismos previos a la crisis
- El mercado inmobiliario muestra una incipiente recuperación, sin embargo el inicio de nuevas construcciones se sitúa en torno a 650 mil unidades/año, cuando antes de la crisis superaba 1.5 millones

La economía estadounidense registró en 2011 una tasa de crecimiento de 1.7%, y se está formando un consenso alrededor de una variación de entre 2.1% y 2.3% para este año. Teniendo en cuenta que el PIB estadounidense logró en el tercer trimestre de 2011 pasar el máximo nivel alcanzado antes de la crisis, ésta economía superó la etapa de recuperación, y se encuentra en una etapa de crecimiento. Sin embargo, se trata de un camino condicionado por el excesivo endeudamiento que subsiste para el sector público y privado, lo que limita la efectividad de los instrumentos de política. Veamos un repaso de los principales indicadores:

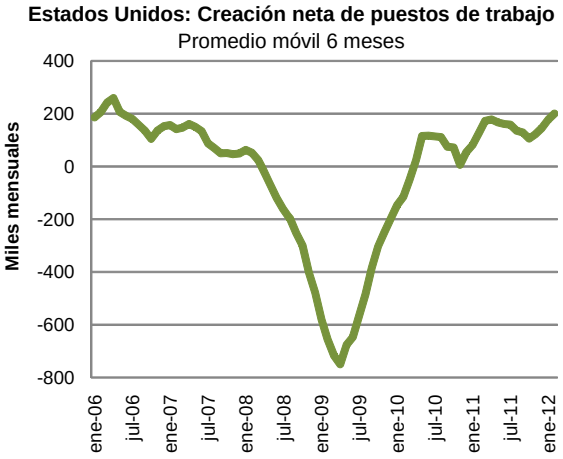
Estados Unidos: PIB
Base 2006 = 100



Fuente: IERAL de Fundación Mediterranea en base a Freelunch

Empleo:

El empleo tuvo una recuperación más tardía que otros indicadores del nivel de actividad. Tomando el promedio de 6 meses de la creación neta de puestos laborales, recién en el mes de Abril de 2010 el guarismo pasó a ser positivo. Hacia fines de ese año la variable se acercó peligrosamente a 0, pero durante 2011 volvió a haber mayores niveles de creación neta de puestos de trabajo, similares a los observados en los años previos a la crisis. Con datos hasta

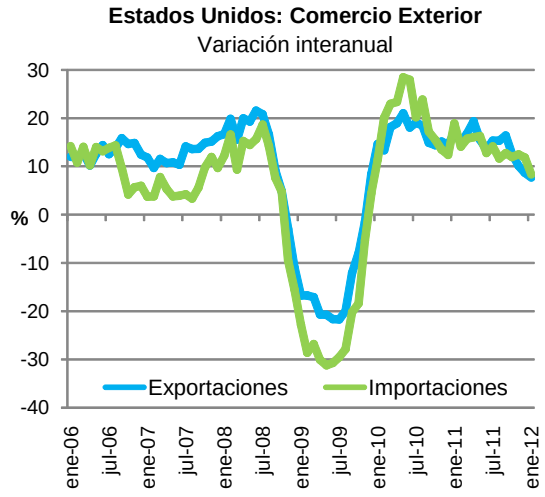


Fuente: IERAL de Fundación Mediterranea en base a Freelunch

febrero, la creación neta de empleos se afirma alcanzando los 200,000 puestos mensuales en el promedio móvil de 6 meses, en una tendencia creciente que es decisiva para reducir la tasa de desempleo, que se ubicó en un 8.3% en los primeros dos meses del año. Obsérvese que, antes de la crisis, la tasa de desempleo se ubicaba en un andarivel en torno al 4%. Es decir, los datos actuales duplican los guarismos previos.

Sector Externo:

El crecimiento de las exportaciones e importaciones de Estados Unidos viene desacelerándose especialmente en el último trimestre 2011, observándose en ambas series los niveles de crecimiento más bajos desde el comienzo de la recuperación económica. Las ventas al exterior sumaron 2,118 miles de millones de dólares en el acumulado de 12 meses, lo que significa una variación interanual de 13.8%. Pero el último dato disponible, correspondiente a Enero, marcó una variación interanual de 7.7%. Por su parte, las compras al exterior tuvieron una evolución similar, con una variación interanual de 13.1% en los últimos 12 meses, la cual se redujo a 8.4% para el mes de Enero de este año.

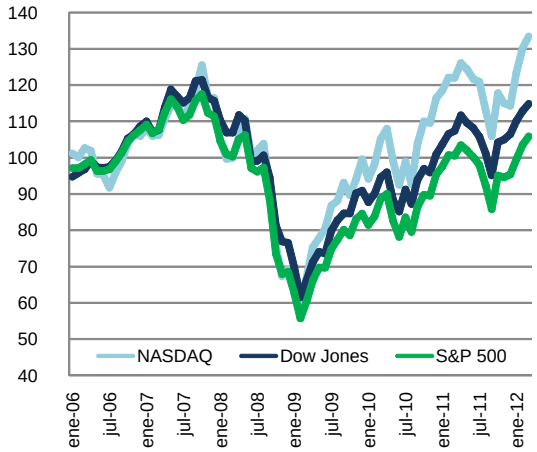


Fuente: IERAL de Fundación Mediterranea en base a Freelunch

Mercado Bursátil:

El mercado bursátil estadounidense está subiendo rápidamente desde la última caída en Septiembre de 2011. Los tres índices más importantes: Dow Jones, S&P 500 y NASDAQ subieron desde ese mes hasta el último dato 20.7%, 23.4% y 25.9% respectivamente. Así es como en Febrero de este año el NASDAQ logró superar su máximo valor alcanzado previo a la crisis 2008/09. Por su parte, el Dow Jones y el S&P 500 todavía no lograron superar su máximo histórico, pero están cerca, y mantienen su tendencia creciente.

Estados Unidos: Mercado bursátil
Base 2006 = 100

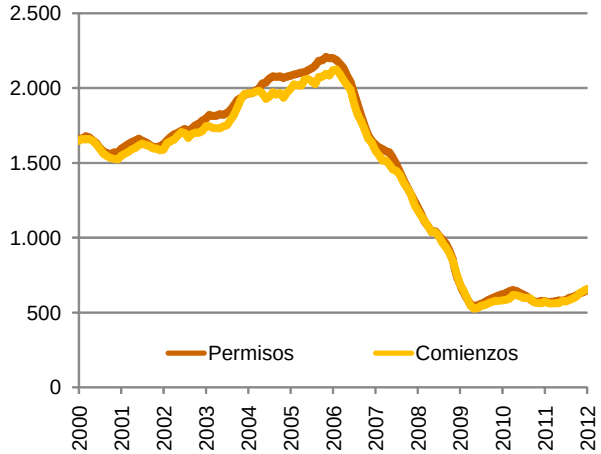


Fuente: IERAL de Fundación Mediterranea en base a Yahoo finance

Mercado Inmobiliario:

La actividad de la construcción continúa anémica. Como se analizó en el Informe de Coyuntura Edición Especial del 11 de Enero, el 2012 podría ser un año de repunte en la actividad inmobiliaria, la cual está estancada desde el 2009. Observando los datos de nuevos permisos y comienzos de construcción de residencias, ambas series registran una aceleración en el ritmo de crecimiento interanual. Tomando el promedio móvil de 6 meses, los permisos de construcción subieron 12.7% interanual mientras que los comienzos de nuevas construcciones lo hicieron un 14.3% interanual. Ambos guarismos rondan las 650,000 unidades, y como se ve en el gráfico, distan de los valores previos a la crisis.

Mercado Inmobiliario:
Permisos y Comienzos de construcción
Miles de Unidades



Fuente: IERAL de Fundación Mediterranea en base a Freelunch