

Tel: (011) 4393-0375
info@ieral.org**Investigadores:**Jorge Vasconcelos
(Coordinador)**Editorial**Marcelo Capello, Néstor Grión
y Gustavo Diarte**En Foco 1**Marcelo Capello, Néstor Grión
y Lucía Valsagna**En Foco 2**

Hernán Ruffo

En Foco 3Jorge Vasconcelos y
Guadalupe Gonzalez**En Foco 4**

Eliana Miranda

Edición y**compaginación:**

Karina Lignola

www.ieral.org**Editorial:** *Argentina, el país de América Latina que más aumentó el gasto público en la última década* 2

- Entre 2000 y 2010, el gasto público en nuestro país pasó de 28,3% a 38,4% del PIB, aumentando a un ritmo que triplica el promedio de la región
- El segundo país en el ranking de aumento de gasto público es Ecuador, con una variación de 8,5 puntos porcentuales, seguido de México (4,9 p.p.), Brasil (4,8 p.p.) y Bolivia (4,4 p.p.)
- En 2010, sólo Brasil, con 39,7% del PIB, mostraba un nivel de gasto público superior al de Argentina

En Foco 1: *Ejecución Presupuestaria Nacional: vuelve a ampliarse la brecha entre la variación de gastos e ingresos* 7

- En abril las erogaciones subieron a un ritmo de 30,3% interanual, mientras los recursos lo hicieron al 25,6%
- Contablemente se registró un superávit primario de 1.061 millones de pesos, pero este resultado fue obtenido computando utilidades de la Anses por 1.500 millones de pesos
- Todo indica que la brecha entre gasto e ingresos se mantendrá en mayo, ya que los recursos asociados a la coparticipación suben a un ritmo interanual de 22,3% (falta computar un día)

En Foco 2: *La creación neta de empleo, ¿en terreno negativo?* 14

- Los datos disponibles sugieren que la economía estaría comenzando a destruir empleo, aunque esto podrá corroborarse con algún rezago
- El empleo pleno (ocupados con más de 35 horas semanales) retrocedió 1% entre el tercer trimestre de 2011 y el primero de 2012, pasando de 39,3% a 38,9% de la población
- Indicadores de demanda laboral, que anticipan el ciclo del empleo, se encuentran en terreno negativo; ¿replicará el Gobierno las políticas de 2009?

En Foco 3: *Evolución comparada del tipo de cambio real contra el dólar; los casos de Argentina, Brasil y Chile* 19

- Tomando como referencia 2007, el peso argentino se ha apreciado en forma muy significativa contra la moneda estadounidense (36% en términos reales), mientras que ese fenómeno es mucho más acotado para el caso del real (4% de apreciación) y del peso chileno (2%)
- La evolución de los términos de intercambio no explica ese comportamiento divergente de los tipos de cambio ya que, respecto de 2007, para Argentina mejoraron 13,7% (semejante a Chile) y para Brasil lo hicieron un 20%
- Tampoco puede considerarse que el año base sea inadecuado, ya que la balanza comercial ese año fue superavitaria para Argentina en 4,3% del PIB, de 2,9% para Brasil y de 14,7% para Chile

En Foco 4: *Brasil: Más estímulo crediticio para una economía en la que la producción industrial todavía no reacciona* 23

- En abril, el sector manufacturero registró una caída de 2,9% interanual
- El Banco Central llevó la tasa Selic a un mínimo histórico de 8,5% anual y se esperan dos recortes más, hasta un 7,75%
- La demanda interna ha mostrado indicadores más positivos que la industria, explicados por la evolución del empleo, la masa salarial y la oferta de crédito

Editorial

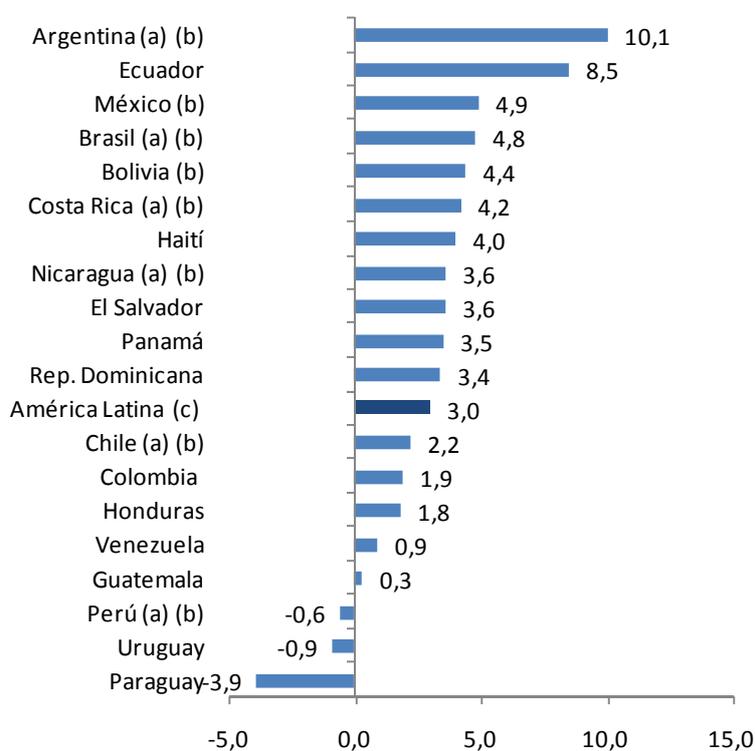
Argentina, el país de América Latina que más aumentó el gasto público en la última década

- Entre 2000 y 2010, el gasto público en nuestro país pasó de 28,3% a 38,4% del PIB, aumentando a un ritmo que triplica el promedio de la región
- El segundo país en el ranking de aumento de gasto público es Ecuador, con una variación de 8,5 puntos porcentuales, seguido de México (4,9 p.p.), Brasil (4,8 p.p.) y Bolivia (4,4 p.p.)
- En 2010, sólo Brasil, con 39,7% del PIB, mostraba un nivel de gasto público superior al de Argentina

La dinámica de crecimiento de la región de América Latina en la última década ha sido notable y su correlato fue la evolución del gasto público en ese periodo, que aumentó 3 puntos porcentuales del PIB. Los favorables precios de las commodities que la región produce seguramente han tenido que ver con tal fenómeno.

De los países reflejados en el siguiente gráfico, con economías de mercado, Argentina lidera el ranking con un aumento del gasto de 10,1 puntos porcentuales del PIB, seguido de cerca por Ecuador (8,5pp). Luego México (4,9 pp), Brasil (4,8 pp) y Bolivia (4,4 pp) completan la lista de los 5 primeros con mayor incremento del peso del sector público. En el otro extremo, solamente Paraguay (-3,9 pp), Uruguay (-0,9 pp) y Perú (-0,6 pp) habrían disminuido este ratio en el periodo considerado.

**Crecimiento del Gasto Público Total en América Latina 2000-2010
En porcentaje del PIB (b)**



(a) Argentina estimado 2010, resto de países (a) año 2009.

(b) Argentina y México Sector Público No Financiero, (b) Gobierno General, resto de países Gobierno Central

(c) Promedio Simple.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a SISPALC-CEPAL, Ministerio de Hacienda de Brasil y Mecon.

Se destaca que Argentina totalizaba un gasto publico consolidado próximo al 28% del PIB al año 2000, luego en los años de crisis posteriores disminuyó un 13% este ratio, nivel a partir del cual acumuló un crecimiento del 56% en los años posteriores, hasta alcanzar una relación del 38,4% en 2010 (no incluye municipios). Esta situación fue posibilitada por el importante incremento de



la presión tributaria nacional y provincial, que entre 2000 (21,1% del PIB) y 2010 (33,2% del PIB) aumentó 12 pp del PIB, además de aumentar la importancia del impuesto inflacionario.

Sólo Brasil superó en nivel de gasto sobre PIB a Argentina en 2010, con un 39,7%. Ecuador, por su parte, mostró una senda decreciente en su nivel de gasto hasta el año 2006, cuando comienza a crecer impulsado en gran parte por las nuevas asignaciones de gasto social instrumentadas en ese periodo, para ubicarlo en un 28,3% de su PIB en 2010 (se logra por la reasignación de fondos petroleros individuales hacia el presupuesto de la administración general, entre otros factores).

**Evolución del Gasto Público Total en América Latina
En porcentaje del PIB (b)**

País	2000	2010	Diferencia	Crecimiento anual (pp)
América Latina (c)	21,1	24,1	3,0	0,30
Argentina (a) (b)	28,3	38,4	10,1	1,01
Bolivia (b)	29,0	33,4	4,4	0,44
Brasil (a) (b)	34,9	39,7	4,8	0,60
Chile (a) (b)	23,8	26,0	2,2	0,24
Colombia	15,6	17,5	1,9	0,19
Costa Rica (a) (b)	23,1	27,3	4,2	0,47
Ecuador	19,8	28,3	8,5	0,85
El Salvador	14,3	17,9	3,6	0,36
Guatemala	14,3	14,6	0,3	0,03
Haití	10,5	14,5	4,0	0,40
Honduras	20,4	22,2	1,8	0,18
México (b)	20,6	25,5	4,9	0,49
Nicaragua (a) (b)	26,7	30,3	3,6	0,40
Panamá	19,3	22,8	3,5	0,35
Paraguay	21,7	17,8	-3,9	-0,39
Perú (a) (b)	20,9	20,3	-0,6	-0,07
República Dominicana	12,9	16,3	3,4	0,34
Uruguay	22,8	21,9	-0,9	-0,09
Venezuela	21,8	22,7	0,9	0,09

(a) Argentina estimado 2010, resto de (a) años 2009.

(b) Argentina y México Sector Público No Financiero, (b) Gobierno General, resto de países Gobierno Central

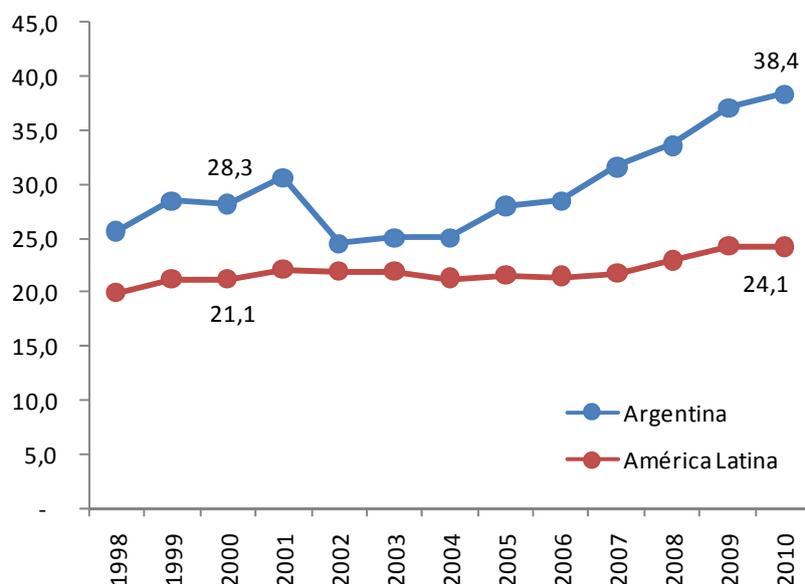
(c) Promedio Simple.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a SISPALC-CEPAL, Ministerio de Hacienda de Brasil y Mecon.

Comparando la dinámica de Argentina con el promedio de América Latina, se observa que para el promedio de la región gran parte del crecimiento en la participación del gasto en la economía se dio luego de 2006. Argentina presenta una dinámica diferente. La devaluación de 2002 hizo caer en 3,7 pp el ratio analizado, y luego empieza una senda de rápido crecimiento sostenido (13,8 pp entre 2002 y 2010, 1,72 pp de promedio anual).

En este contexto, entre 2000 y 2010 el crecimiento del su gasto público de Argentina, expresado como porcentaje del PIB, triplicó el ritmo de aumento promedio de América Latina (10,1 versus 3,0 puntos porcentuales).

**Evolución del Gasto Público Total en América Latina y Argentina
En porcentaje del PIB (b)**



(b) Promedio simple para América Latina

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a SISPALC-CEPAL, Ministerio de Hacienda de Brasil y Mecon.

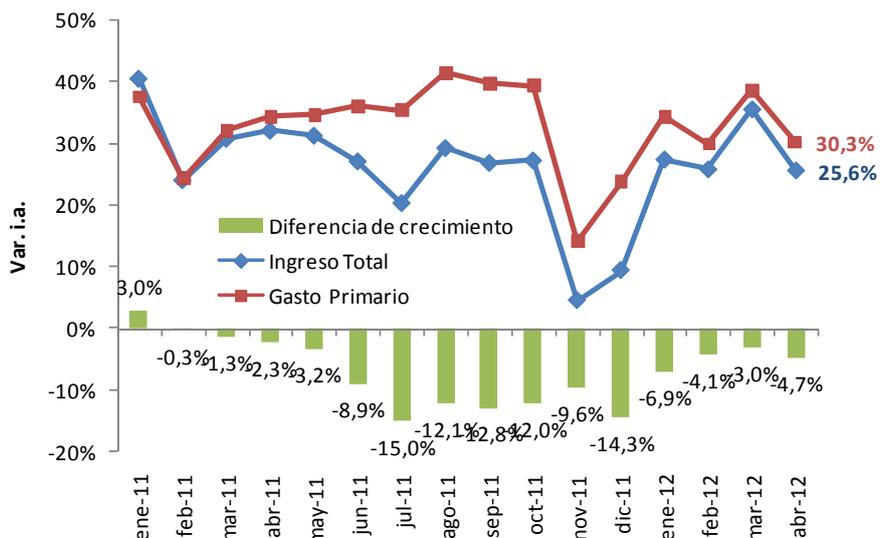
En Foco 1

Ejecución Presupuestaria Nacional: vuelve a ampliarse la brecha entre la variación de gastos e ingresos

- En abril las erogaciones subieron a un ritmo de 30,3% interanual, mientras los recursos lo hicieron al 25,6%
- Contablemente se registró un superávit primario de 1.061 millones de pesos, pero este resultado fue obtenido computando utilidades de la Anses por 1.500 millones de pesos
- Todo indica que la brecha entre gasto e ingresos se mantendrá en mayo, ya que los recursos asociados a la coparticipación suben a un ritmo interanual de 22,3% (falta computar un día)

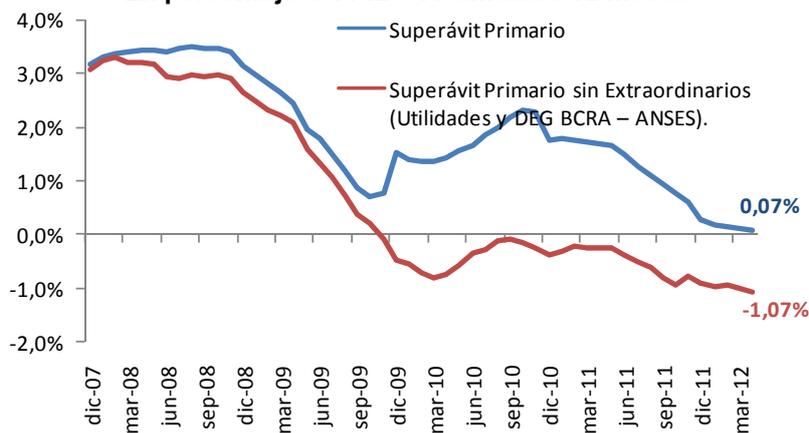
En abril de 2012 el superávit primario nacional fue de \$1.061 millones, cayendo un 46% con respecto a igual periodo de 2011. Como sucede desde hace más de un año, el gasto primario volvió a crecer más que los ingresos (30,3% contra 25,6%), aumentando la brecha entre ambas variables a casi 5 puntos porcentuales, cuando en los 3 meses previos se venía achicando. Este resultado se da aún cuando las Rentas de la Propiedad aumentaron un 83% en términos interanuales, por causa del uso de utilidades de la ANSES. Sin tal "ayuda" extra de casi \$1.400 millones, el Resultado Primario hubiese sido directamente negativo. Para este mes se espera que continúe esta tendencia ya que la recaudación tributaria asociadas a los impuestos que se coparticipan están creciendo 22,3%, cuando aún queda por computar un solo día hábil del mes.

Diferencial de Crecimiento de Ingresos y Gastos



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon

Evolución del Superávit Primario En porcentaje del PIB – Acumulado 12 meses



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon



La ejecución presupuestaria nacional en abril de 2012

Considerando los componentes de los ingresos, además de las rentas de propiedad, se destacaron los derechos que recaen sobre comercio exterior (39,3% de crecimiento interanual) y las contribuciones a la seguridad social (25,8%). En el otro extremo se sitúan el desempeño de los impuestos que inciden sobre la actividad interna (16,6%) y el resto de ingresos (14,7%).

Ejecución Presupuestaria Nacional en abril

	En Millones de Pesos		Diferencia	
	Abr-11	Abr-12	\$	Var %
Ingreso Total	32.351	40.634	8.283	25,6%
Ingresos Tributarios	19.599	24.137	4.538	23,2%
Comercio Exterior	5.662	7.889	2.227	39,3%
Resto	13.937	16.248	2.311	16,6%
Contribuciones a la Seg. Social	10.551	13.274	2.723	25,8%
Rentas de la Propiedad	1.020	1.868	848	83,1%
Tesoro (Utilidades del BCRA)	824	187	-636	-77,2%
Anses	72	1.500	1.428	1991,8%
Resto	125	181	56	44,9%
Resto de Ingresos	1.181	1.355	173	14,7%
Gasto Total	32.763	42.497	9.734	29,7%
Gastos Corrientes	29.256	37.651	8.395	28,7%
Remuneraciones	4.168	5.584	1.416	34,0%
Bienes y Servicios	1.497	1.736	239	16,0%
Intereses	2.385	2.925	540	22,6%
Prest. de la Seguridad Social	10.772	14.645	3.874	36,0%
Transf. ctes al Sector Privado	7.493	8.581	1.088	14,5%
Transf. ctes al Sector Público	2.151	2.514	363	16,9%
Resto de Gastos Corrientes	791	1.666	876	110,8%
Gastos de Capital	3.507	4.847	1.340	38,2%
Inversión Real Directa	1.413	2.231	818	57,9%
Transferencias de Capital	2.084	2.614	530	25,4%
Fondo Federal Solidario	724	1.005	281	38,8%
Resto	1.360	1.610	249	18,3%
Inversión Financiera	10	2	-9	-84,2%
Gasto Primario	30.378	39.573	9.194	30,3%
Superávit Primario	1.973	1.061	-911	-46,2%
Superávit Financiero	-412	-1.863	-1.452	-352,5%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon

Dentro del Gasto Primario se destaca el crecimiento de las erogaciones en remuneraciones (34%), las prestaciones de la seguridad social (36%) y el gasto de capital (38,2%), cifras claramente por encima de la inflación. Por otro lado, las transferencias a privados alcanzaron un valor de \$8.581 millones (14,5% de aumento), lo cual muestra una clara desaceleración respecto al ritmo del año previo.

La ejecución presupuestaria nacional en el primer cuatrimestre de 2012

Transcurrido el primer cuatrimestre del año, se aprecia un mayor incremento interanual en el gasto primario (33,3%) que en los ingresos totales (28,6%). Por este motivo, el déficit financiero se multiplicó por 10 y el superávit primario cayó un 52%.

Dentro de los ingresos se destaca el crecimiento de las Rentas de la Propiedad. Dentro de las mismas, se aprecia la mayor importancia de las rentas provenientes de la Anses, cuyo crecimiento fue de 182% interanual, compensando la menor transferencia de utilidades del BCRA (-13,6%). Además, las Contribuciones a la Seguridad social alcanzaron los \$54.568 millones, creciendo 30,7% interanual.

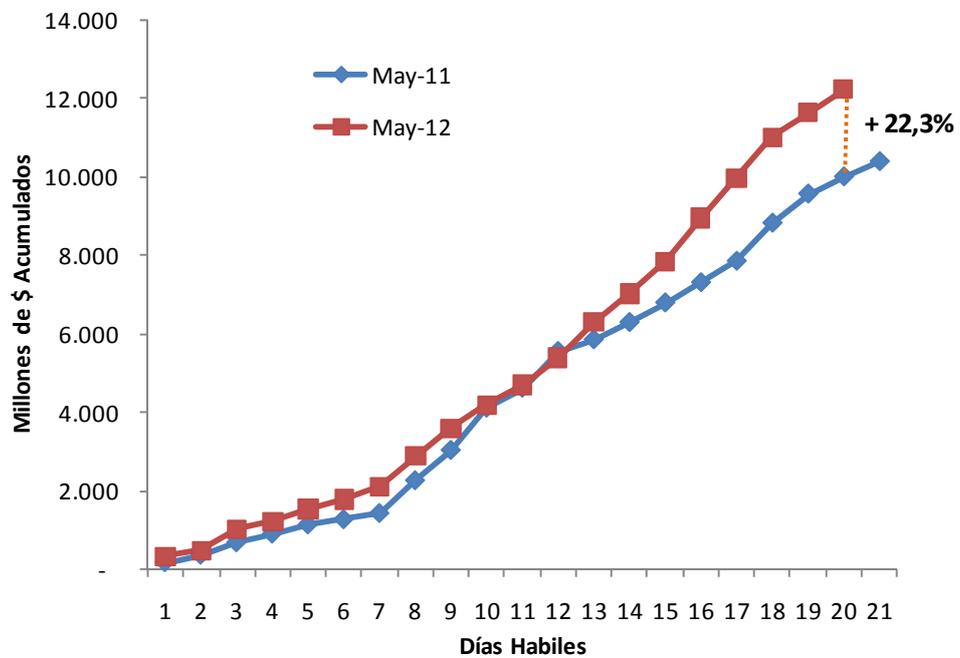
Por el lado del gasto, en los cuatro primeros meses del año lidera la Inversión Real Directa con un aumento interanual de 53,2%, la cual es seguida por las Prestaciones de Seguridad Social cuyo monto fue de \$56.962 millones, 40,5% superior a igual período de 2011.

Ejecución Presupuestaria Nacional en el primer cuatrimestre de 2012

	En Millones de Pesos		Diferencia	
	ene-abr11	ene-abr12	\$	Var %
Ingreso Total	124.296	159.861	35.565	28,6%
Ingresos Tributarios	74.051	94.656	20.605	27,8%
Comercio Exterior	19.440	25.790	6.350	32,7%
Resto	54.612	68.867	14.255	26,1%
Contribuciones a la Seg. Social	41.757	54.568	12.811	30,7%
Rentas de la Propiedad	4.387	5.830	1.443	32,9%
Tesoro (Utilidades del BCRA)	3.003	2.595	-407	-13,6%
Anses	918	2.592	1.675	182,5%
Resto	467	642	176	37,7%
Resto de Ingresos	4.100	4.807	707	17,2%
Gasto Total	125.056	166.836	41.781	33,4%
Gastos Corrientes	110.969	147.787	36.817	33,2%
Remuneraciones	17.109	23.144	6.036	35,3%
Bienes y Servicios	5.806	7.529	1.723	29,7%
Intereses	7.579	10.206	2.627	34,7%
Prest. de la Seguridad Social	40.552	56.962	16.410	40,5%
Transf. ctes al Sector Privado	28.584	33.461	4.877	17,1%
Transf. ctes al Sector Público	8.473	10.351	1.877	22,2%
Resto de Gastos Corrientes	2.866	6.134	3.267	114,0%
Gastos de Capital	14.086	19.050	4.963	35,2%
Inversión Real Directa	6.239	9.557	3.317	53,2%
Transferencias de Capital	7.327	9.424	2.098	28,6%
Fondo Federal Solidario	1.895	2.600	705	37,2%
Resto	5.431	6.824	1.393	25,6%
Inversión Financiera	520	69	-452	-86,8%
Gasto Primario	117.477	156.630	39.154	33,3%
Superávit Primario	6.819	3.231	-3.588	-52,6%
Superávit Financiero	-760	-6.975	-6.215	-817,9%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon

**Evolución de la Coparticipación Diaria
 Mayo 2012 versus Mayo 2011
 (21 días hábiles)**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon

En Foco 2

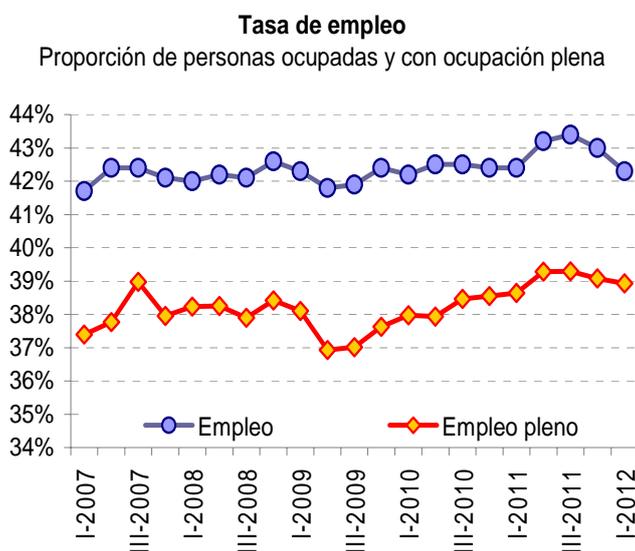
La creación neta de empleo, ¿en terreno negativo?

- Los datos disponibles sugieren que la economía estaría comenzando a destruir empleo, aunque esto podrá corroborarse con algún rezago
- El empleo pleno (ocupados con más de 35 horas semanales) retrocedió 1% entre el tercer trimestre de 2011 y el primero de 2012, pasando de 39,3% a 38,9% de la población
- Indicadores de demanda laboral, que anticipan el ciclo del empleo, se encuentran en terreno negativo; ¿replicará el Gobierno las políticas de 2009?

A primera vista, la situación del mercado de trabajo parece ser estable o promisoria. En concreto, en el último período disponible de la Encuesta Permanente de Hogares, el primer trimestre de 2012, la tasa de desempleo era de 7,1% y la tasa de subocupación de 7,4%. Se trata de una mejora significativa al comparar con el mismo período del año previo, cuando estas tasas eran de 7,4% y 8,2%, respectivamente.

Sin embargo, el panorama es menos alentador que lo que estos primeros datos podrían sugerir. En efecto, la tasa de empleo, es decir la proporción de la población que se encuentra ocupada, bajó al 42,3% en el primer trimestre de 2012 frente al 42,4% del mismo período de 2011. Este estancamiento es aún más preocupante si se considera que en el primer trimestre de 2009 estaba también en el mismo nivel de 42,3%. Es decir que desde 2009 no ha habido una mejora en términos de nivel de empleo. En este sentido, la caída del desempleo se debe exclusivamente a la reducción de la tasa de actividad.

Cabe destacar que la población ocupada incluye a las personas que están trabajando de forma remunerada al menos una hora por semana, a los que trabajan de manera no remunerada y a los que no trabajaron temporariamente pero que mantienen el puesto (por ejemplo, suspendidos). Para tener en cuenta este aspecto, también consideramos la tasa de empleo pleno, es decir la proporción de la población ocupada más de 35 horas semanales. El empleo pleno retrocedió entre el tercer trimestre de 2011 y el primer trimestre de 2012 en un 1%, pasando de 39,3% a 38,9%, lo que evidencia una destrucción de puestos plenos.



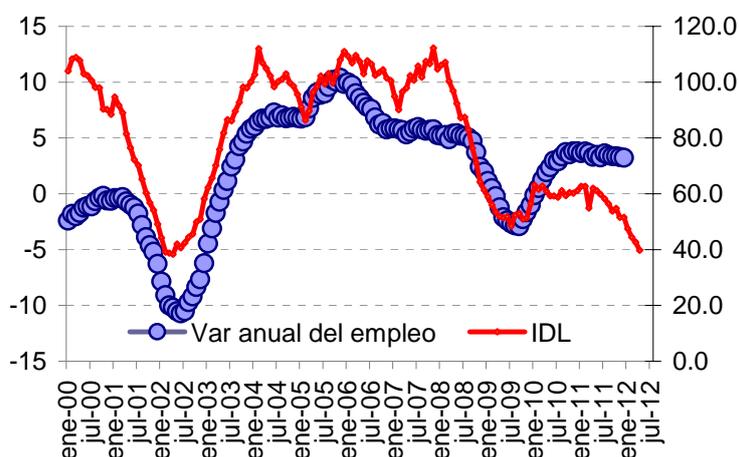
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a EPH

Desde el punto de vista de los flujos de contrataciones y desvinculaciones también hay malas noticias. Por ejemplo, según la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL-Ministerio de Trabajo), la destrucción de empleo de diciembre de 2011 aumentó a 3,4% desde 2,7% el mes anterior (muy por encima del efecto estacional del último mes del año). Además, datos de Tendencias Económicas sugieren una mayor tasa de despidos y conflictos para abril de 2012. Por otro lado, las contrataciones son también menos fuertes, según lo muestran los datos del Índice de Demanda Laboral (IDL-UTDT), que resulta de las búsquedas de trabajo publicadas en diarios. Según este indicador la demanda laboral estaría reduciéndose un 23% desde diciembre de 2011 a abril de 2012 y la caída sería del 36% comparando con abril de 2011.

El gráfico muestra la evolución de este indicador y de la variación interanual del empleo según la Encuesta de Indicadores Laborales. Es claro que el IDL tiene una fuerte correlación y *anticipa* la evolución del empleo. En concreto, el IDL se correlaciona con la *tasa de entrada* o las nuevas contrataciones. Esta es a su vez un determinante central de la variación del nivel de empleo.

Obsérvese como ejemplo la evolución de los índices en el período de 2008 – 2009. A partir de enero de 2008 el índice (desestacionalizado) de demanda laboral IDL comienza a caer de manera sostenida hasta octubre de 2009. La variación interanual del empleo, por su lado, comienza a reducirse hacia mediados de año, pasando de un crecimiento de 5% en julio de 2008 a un -3% en septiembre de 2009. En este sentido, el IDL estuvo correlacionada y de hecho anticipó la evolución del empleo. Por consiguiente, también el IDL estaría anticipando una *destrucción neta de empleo* para el segundo trimestre de 2012.

Evolución del nivel de empleo y de la demanda laboral



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a EIL-Ministerio de Trabajo y al Índice de Demanda Laboral, IDL-UTDT (Gran Buenos Aires)

Los datos sectoriales del empleo tampoco son alentadores.

- Los ocupados declarados en construcción (IERIC) crecieron un 0,4% en marzo de 2012 en relación al año previo; sin embargo, desde el pico de la serie, en noviembre de 2011 la caída es de 5%.
- El empleo asalariado en el comercio minorista, según la Encuesta de Supermercados con datos para febrero de 2012, se encuentra estancado desde hace un año en el mismo nivel.
- En la industria (Encuesta Industrial Mensual), por lo pronto, no había una clara evidencia de desaceleración del nivel de empleo hasta el primer trimestre de 2012, aunque sí se nota una leve caída en las horas trabajadas por obrero, con una reducción interanual de 1%.

La recaudación de la seguridad social también se desacelera. La tasa de crecimiento interanual pasó de 33% en marzo de 2012 a 25% en abril 2012. Sin embargo, esta serie es muy volátil. Analizando la evolución trimestral desestacionalizada se nota un estancamiento desde fines de 2011 pero que no se profundiza en el segundo de 2012. En cualquier caso, dado que el crecimiento de los salarios llega a alrededor de 35% (según el Índice de Variación Salarial para el sector privado formal), la recaudación sugiere que la cantidad de ocupados no está creciendo o incluso se estaría contrayendo.

La creación de empleo y la mejora en el mercado laboral ha sido un pilar muy fuerte en la economía desde 2002. La creación de empleo, la reducción del desempleo y la creación masiva de puestos de trabajo formales permitieron la mejora de las condiciones de vida de una masa considerable de hogares. Sin embargo, a partir de mediados de 2007 la creación de empleo ha sido más moderada. Incluso en un contexto de fuerte crecimiento de la actividad económica (hasta mediados de 2011) la capacidad de generar empleo se vio reducida.

Con la trayectoria actual de los indicadores del nivel de actividad, todo indica que se presenta un escenario de destrucción neta de empleo. Si es moderada, entonces el desempleo podría tender a mantenerse en los niveles actuales. Sin embargo, de empeorar la situación económica, el empleo de algunos sectores, como construcción, comercio o algunos servicios, podrían verse afectados más fuertemente. Ante esta circunstancia el gobierno podría querer intervenir. Una alternativa es que intente motorizar la creación de empleo. El riesgo latente es que, por el contrario, se busque reducir o reglamentar los despidos, no ya con ayudas para el mantenimiento de la dotación sino con restricciones a las desvinculaciones.

Una referencia son las medidas adoptadas en 2008-2009, relacionadas con una reducción de contribuciones para nuevas contrataciones y el programa REPRO, que financiaba la masa salarial de las empresas con la condición de mantener la dotación. Estos programas intentaron promover la creación de empleo y reducir la destrucción, a partir de incentivos de reducción de costos laborales. Aunque seguramente perfectibles, ambas son ejemplos de políticas adecuadas. Ahora bien, en 2012 hay menor margen presupuestario y una visión más intervencionista de la economía, factores que pueden hacer cambiar el patrón de las políticas. Como ejemplo, la doble indemnización implementada en el 2002, que estuvo justificada por la crisis inédita de ese año, tendría efectos muy contraproducentes de aplicarse en una recesión. De hecho, provocaría una menor creación de empleo, en anticipación a medidas de este tipo en el futuro. Para que el crecimiento económico continúe siendo generador de empleo de calidad es necesario más bien potenciar la generación de empleo en el largo plazo, motorizando la productividad y la competitividad de la economía. Y esto no se consigue inmovilizando a los ocupados en sus puestos de trabajo, sino promoviendo la creación de empleo en las empresas y sectores más dinámicos.

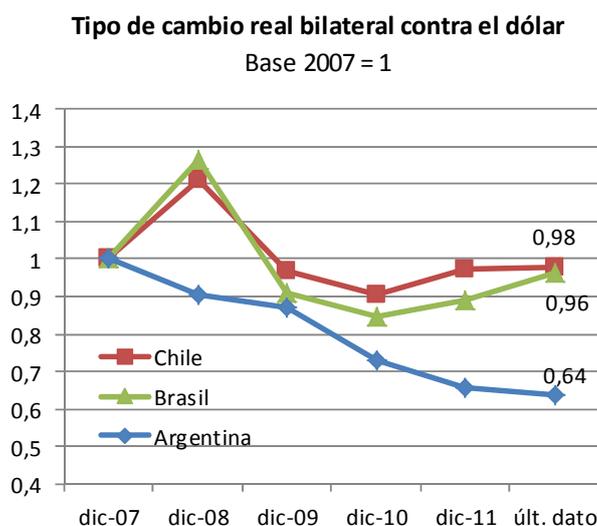
En Foco 3

Evolución comparada del tipo de cambio real contra el dólar; los casos de Argentina, Brasil y Chile

- Tomando como referencia 2007, el peso argentino se ha apreciado en forma muy significativa contra la moneda estadounidense (36% en términos reales), mientras que ese fenómeno es mucho más acotado para el caso del real (4% de apreciación) y del peso chileno (2%)
- La evolución de los términos de intercambio no explica ese comportamiento divergente de los tipos de cambio ya que, respecto de 2007, para Argentina mejoraron 13,7% (semejante a Chile) y para Brasil lo hicieron un 20%
- Tampoco puede considerarse que el año base sea inadecuado, ya que la balanza comercial ese año fue superavitaria para Argentina en 4,3% del PIB, de 2,9% para Brasil y de 14,7% para Chile

Tomando como base Diciembre de 2007, se tiene que a Mayo de este año el peso argentino se encuentra apreciado contra el dólar en un 36% mientras que el peso chileno y el real brasileño lo están en apenas un 2% y un 4%, respectivamente. Tal como se observa en el gráfico, las tres monedas de los países de la región muestran comportamientos asimétricos en los períodos de mayor turbulencia internacional. Hacia fin de 2008, mientras Chile y Brasil habían devaluado sus monedas en forma significativa (incremento del tipo de cambio real de entre 20% y 30%), Argentina a fin de ese año mantenía la tendencia a la apreciación con un tipo de cambio nominal que evolucionaba a un ritmo menor al de los precios internos (se toma la variación del índice de la provincia de San Luis). Luego de la parte más álgida de la crisis, las tres monedas convergen a la apreciación, fenómeno que se observa con nitidez tanto a fin de 2009 como a fin de 2010. En cambio, con el retorno de las turbulencias, tanto el peso chileno como el real brasileño comienzan a actuar como escudos protectores y registran un visible proceso de depreciación. Respecto de fin de 2010, y considerando los datos a Mayo de este año, se tiene

que el tipo de cambio real del peso chileno contra el dólar estadounidense aumentó 7% mientras que el real brasileño lo hizo en 11,4%. Por el contrario, el peso argentino ha seguido inmutable su proceso de apreciación con respecto al dólar estadounidense.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos de mercado

¿Son tan diferentes las condiciones externas para Argentina?

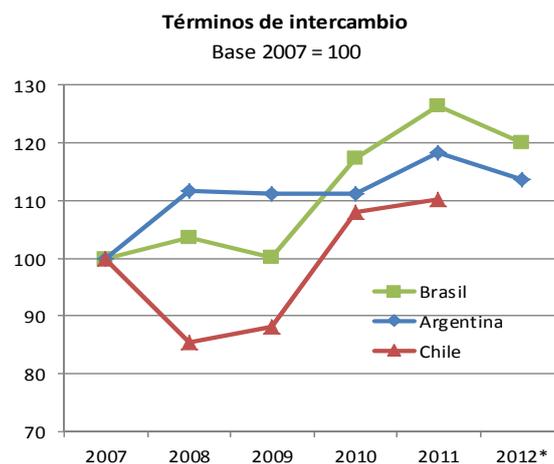
Las tendencias de apreciación/depreciación de las monedas de países con abundancia de recursos naturales están fuertemente influenciadas por la evolución de los términos de intercambio. ¿Será que la apreciación del peso, mucho más acentuada frente al dólar que las monedas chilena y brasileña, se explica por condiciones externas mucho más favorables para nuestro país? No es lo que surge del análisis de la evolución de los términos de intercambio para cada uno de los tres países de la región.

Si se toma como referencia el año 2007, se tiene que actualmente los términos de intercambio de Argentina se ubican 13,7% por encima del nivel de aquel año base. Esto podría explicar algún grado de apreciación de la moneda local, debido a que mejores términos de intercambio generan más ingresos de dólares para igual volumen de exportación.

Sin embargo, la mejora de términos de intercambio no es tan significativa y, fundamentalmente, este fenómeno no es algo exclusivo de nuestro país. Obsérvese que, en realidad, la evolución

de los términos de intercambio ha sido algo más favorable para Brasil en los últimos años (distinto sería el resultado si la base utilizada fuera 2002 o 2003). Concretamente, los términos de intercambio en el presente para Brasil se ubican 20% por encima del 2007. Para el caso de Chile, si bien no se dispone de datos más recientes, hacia fines de 2011 los términos de intercambio reflejaban una mejora del 10% respecto de 2007.

Como corolario, entonces, no existe un comportamiento de los términos de intercambio de Argentina que pueda justificar una diferencia tan marcada en la evolución de los tipos de cambio reales de los países considerados.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos de mercado

¿Será que el año 2007 no es una buena base de comparación? Dado que Argentina había experimentado en los años anteriores un elevado nivel de tipo de cambio real, quizás puede pensarse que 2007 no es un año adecuado para comparar los tipos de cambio reales bilaterales contra el dólar de los tres países.

Sin embargo, en 2007 la balanza comercial argentina, si bien robusta, no se diferenciaba significativamente del resultado comercial de Brasil considerado en ambos casos en relación al PIB. En todo caso, el superávit de la balanza comercial de Chile, equivalente a 14,7% del PIB en 2007, podía justificar para ese país la existencia de un tipo de cambio excesivamente depreciado, generando fuerzas a favor de una apreciación posterior.

Comparando con 2011, tampoco surge una justificación para la divergencia de comportamiento entre los tipos de cambio reales, de Argentina por un lado, y de Brasil y Chile por el otro. Por el contrario, considerando el año de mayor superávit comercial en términos del PIB que fue 2009, la balanza comercial en Argentina recortó su superávit en 3,3 puntos porcentuales del PIB, mientras que para el caso Brasileño el cambio no fue significativo.

En esencia, se constata un comportamiento diferenciado de las monedas, por un lado el peso argentino y por otro el peso chileno y el real brasileño, a partir de fin de 2010. Pero los fundamentos (términos de intercambio, resultado de la balanza comercial), no permiten explicar el porqué de esa divergencia. La principal diferencia podría deberse a que el peso chileno y el real brasileño pueden flotar de un modo menos restringido frente a los cambios del contexto internacional. En buena medida, esto se debe al hecho que, cuando esos movimientos son a la depreciación de la moneda local, el impacto inflacionario no es tan significativo debido al contexto local. En cambio, el temor a la flotación del peso frente al dólar podría deberse al riesgo de impactos inflacionarios mayores en los procesos de depreciación. En 2008/09, la rigidez cambiaria de la Argentina no trajo consecuencias significativas debido a que el contexto internacional mejoró en forma significativa entre la segunda mitad de 2009 y mediados de 2011. La brecha entre el tipo de cambio real de Argentina vs. los casos de Brasil y Chile sugiere que, para que la política cambiaria en nuestro país pueda seguir sustentándose, se requiere una dramática mejora del contexto internacional y de los términos de intercambio. ¿Es este un escenario realista?

Balanza comercial

como % del PIB

	Brasil	Argentina	Chile
2007	2,9%	4,3%	14,7%
2008	1,5%	3,9%	3,6%
2009	1,5%	5,5%	9,6%
2010	0,9%	3,2%	7,5%
2011	1,2%	2,2%	4,5%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Itaú

En Foco 4

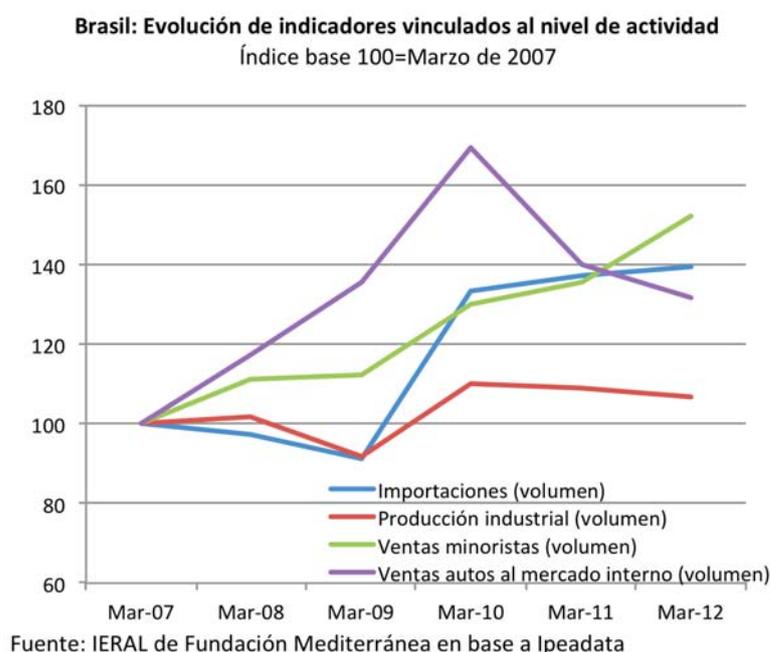
Brasil: Más estímulo crediticio para una economía en la que la producción industrial todavía no reacciona

- En abril, el sector manufacturero registró una caída de 2,9% interanual
- El Banco Central llevó la tasa Selic a un mínimo histórico de 8,5% anual y se esperan dos recortes más, hasta un 7,75%
- La demanda interna ha mostrado indicadores más positivos que la industria, explicados por la evolución del empleo, la masa salarial y la oferta de crédito

Las autoridades brasileñas continúan dando pasos en línea con dar mayor estímulo a la economía. La alicaída producción industrial empuja las decisiones. La última señal en ese sentido fue el recorte de 50 puntos básicos de la tasa de interés de referencia (Selic), hasta un mínimo histórico de 8,5% anual. Los datos de producción industrial preocupan: en abril, la producción se ubicó 2,9% por debajo de igual mes de 2011. Pero cuando se miran los indicadores vinculados con la demanda interna, como ventas minoristas e importaciones, se observa cierto dinamismo. Hay consenso sobre que el crecimiento del PIB en 2012 se ubicará en torno al 3%, lo que lleva implícito que el ritmo aumentará hacia el segundo semestre del año. El recorte de la Selic no sería el último de este año, el consenso de mercado espera dos recortes más, uno igual a este y otro de 25 puntos básicos, con lo que la tasa podría llegar a 7,75% en el mes de agosto y mantenerse ahí hacia fin de año.

En el gráfico de la derecha se muestra la evolución de indicadores vinculados al nivel de actividad, tomando como base 100 marzo de 1997. Se muestra el nivel, a marzo de cada año, de producción industrial, volumen de importaciones, volumen de ventas minoristas y de autos

vendidos al mercado interno. Allí se aprecian diferencias entre el comportamiento de la demanda y la oferta: la demanda interna (mostrada a través de ventas minoristas, de autos e importaciones) mantiene cierto dinamismo (excepto en el caso de las ventas de autos al mercado interno) que contrasta con la performance de la producción industrial. La industria muestra prácticamente un estancamiento respecto a los niveles de marzo de 2010 y 2011.



¿Qué hay detrás de estos dispares comportamientos? A grandes rasgos, se pueden señalar algunos factores que explican estas divergencias. La demanda interna está sostenida por un mercado de trabajo dinámico, que crea empleos formales a buen ritmo (aunque más moderado en los últimos datos), de un aumento en términos reales de la masa salarial y por la expansión del crédito. Las expectativas de las familias no se han deteriorado y las ventas minoristas han mostrado una evolución favorable. Lo mismo se observa en la evolución de las importaciones.

Brasil: Tipo de cambio real bilateral contra el dólar

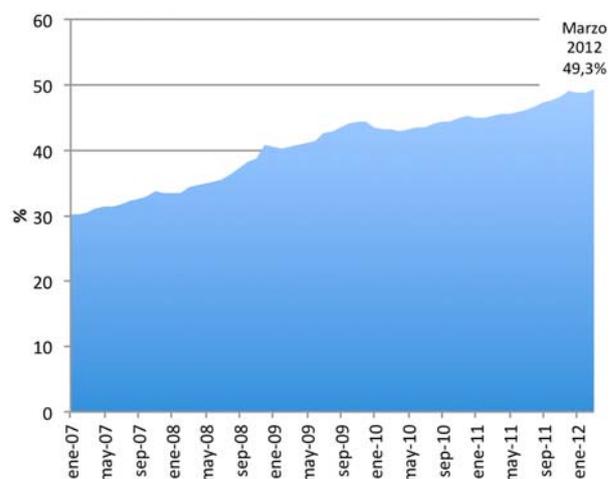


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a datos de mercado

En contraste, la industria viene siendo influenciada por factores que vienen afectando su competitividad: factores más de carácter estructural, como la carencia de infraestructura y la elevada carga tributaria, entre otros; como también de carácter más coyuntural, relacionados con la apreciación en términos reales del tipo de cambio, y la incertidumbre internacional.

El gráfico sugiere que el crecimiento de los últimos años de Brasil ha estado apoyado

Brasil: Crédito total como % del PIB



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ipeadata

principalmente en la expansión del crédito bancario (hoy equivalente a 49% del Producto), que ha alimentado la demanda de bienes de consumo durable, autos, inmuebles, y ha propiciado una expansión sostenida de sectores no transables (construcción, sistema financiero, comercio, servicios, etc). Esto explica la caída sostenida de la tasa de desempleo. La industria quedó en el medio de la apreciación nominal del real, hasta mediados de 2011 y de un encarecimiento sostenido de sus costos laborales. Previamente, la elevada tasa de interés en reales apreciaba al real pero, como contrapartida, hacía lento el crecimiento de los sectores crédito-dependientes (construcción, particularmente). La caída tendencial que ha verificado la tasa de interés en los últimos años ha viabilizado el aumento sostenido del crédito. En estos trimestres, y por algún tiempo, podría darse una situación inversa, con menor expansión del crédito (puede haber saturación de endeudamiento en familias, ha habido deterioro de la cartera crediticia, etc) y un tipo de cambio más competitivo, buscando un equilibrio en un punto intermedio entre ambos ciclos.

Todavía, las medidas implementadas por las autoridades brasileñas no han tenido mayor impacto sobre la industria, pero se espera una mayor influencia en los próximos meses. Hacia delante hay certeza sobre la continuidad en las políticas expansivas. Las condiciones en el mercado laboral dan sustento a la continuidad en el dinamismo de la demanda interna. El principal foco de incertidumbre proviene del sector externo, principalmente de Europa, erosionando las expectativas de los agentes que toman decisiones, especialmente de inversión. La economía brasileña se ha mostrado más sensible a las fluctuaciones internacionales que otros países de Latinoamérica, y eso agrega una cuota adicional de incertidumbre. El recrudescimiento de la aversión al riesgo ha tenido fuerte impacto sobre la moneda y las inversiones de renta variable brasileñas.

Brasil: Tasa de desempleo



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IBGE