



# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 21 - Edición N° 761 – 1 de Noviembre de 2012

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

**Editorial – Jorge Day**

Economías regionales: el tipo de cambio afecta también la industria del turismo

**En Foco 1 – Augusto Terracini**

El costo laboral unitario en dólares de la industria mantiene la tendencia de los últimos tres años y sube 17% en 2012

**En Foco 2 – Martín Clause**

Brecha cambiaria y restricciones presupuestarias se asocian en el derrumbe del sector construcciones

**En Foco 3 – Joaquín Berro Madero**

Se prevé para 2013 una importante recuperación de los flujos de capitales hacia emergentes

**En Foco 4 – Eliana Miranda**

Brasil: La menor carga de interés achicaría el déficit del sector público a 1,4% del PIB en 2012

**Edición y compaginación**  
Karina Lignola y Silvia Ochoa

**IERAL Córdoba**  
(0351) 473-6326  
ieralcordoba@ieral.org

**IERAL Buenos Aires**  
(011) 4393-0375  
info@ieral.org

**Fundación Mediterránea**  
(0351) 463-0000  
info@fundmediterranea.org.ar



**Editorial: 3**

***Economías regionales: el tipo de cambio afecta también la industria del turismo***

- En los ocho principales destinos, la ocupación hotelera es de 37,5% para lo que va de 2012, cuando en 2007 había sido superior al 43%
- La excepción fue Iguazú, donde el aumento de la demanda superó el incremento de la oferta aportado por nuevas plazas. En el resto del país, la ocupación no acompañó el dinamismo de las inversiones
- La brecha cambiaría y las dificultades de los turistas locales para salir al exterior pueden ayudar a una recuperación del margen de ocupación, pero difícilmente disparar grandes inversiones

**En Foco 1: 9**

***El costo laboral unitario en dólares de la industria mantiene la tendencia de los últimos tres años y sube 17% en 2012***

- En el tercer trimestre el índice del Costo Laboral Unitario en dólares alcanzó un nivel de 216, para una base 100 en 2007
- Con respecto a otros países, la pérdida de competitividad de la Argentina se ha acentuado en 2012, abriéndose una brecha del orden del 40% con respecto a Brasil
- Las expectativas no parecen indicar un cambio en el cuarto trimestre, ni por productividad ni por la relación entre el tipo de cambio oficial y los salarios nominales

**En Foco 2: 14**

***Brecha cambiaria y restricciones presupuestarias se asocian en el derrumbe del sector construcciones***

- Tras caer 3,2% y 4,9% en los primeros dos trimestres del año, en el tercer trimestre se acentúa a 6,3% interanual la baja del sector construcciones
- Con excepción de obras vinculadas a pozos petroleros, todos los rubros profundizan en el tercer trimestre las variaciones negativas del segundo
- El empleo registrado en el sector había caído 3,5% interanual en el segundo trimestre y ahora lo hace al 6%

**En Foco 3: 17**

***Se prevé para 2013 una importante recuperación de los flujos de capitales hacia emergentes***

- Luego de dos años de contracción, el IIF proyecta un incremento de 7% anual de los flujos privados a economías emergentes
- Estos fondos, en promedio, se multiplicaron 3,7 veces entre el período 1995-2003 y el lapso 2004-2013
- Para 2013 se proyecta un flujo de 295 mil millones de dólares hacia América latina, con una participación acotada de la Argentina

**En Foco 4: 20**

***Brasil: La menor carga de interés achicaría el déficit del sector público a 1,4% del PIB en 2012***

- Este guarismo podría lograrse pese a un menor superávit primario (2,7% del PIB, versus 3,1% en 2011)
- En la medida en que el gobierno mantenga el gasto corriente bajo control, la menor carga de intereses permitirá una positiva combinación de más inversión pública y menos presión tributaria
- La clave es que el nuevo mix de políticas no altere el cumplimiento de las metas de inflación, que se vienen respetando desde 1999

## Editorial

### **Economías regionales: el tipo de cambio afecta también la industria del turismo**

- En los ocho principales destinos, la ocupación hotelera es de 37,5% para lo que va de 2012, cuando en 2007 había sido superior al 43%
- La excepción fue Iguazú, donde el aumento de la demanda superó el incremento de la oferta aportado por nuevas plazas. En el resto del país, la ocupación no acompañó el dinamismo de las inversiones
- La brecha cambiaria y las dificultades de los turistas locales para salir al exterior pueden ayudar a una recuperación del margen de ocupación, pero difícilmente disparar grandes inversiones

La hotelería está muy ligada al turismo, actividad que experimentó un boom en el país luego de la devaluación del año 2002. En ese entonces, el dólar era caro y la Argentina, barata, hecho que atrajo un sinfín de turistas que vinieron a visitarnos. Este fenómeno se vio complementado con emprendimientos hoteleros que se realizaron en distintas regiones.

Transcurrida una década, las condiciones se han revertido y la Argentina pasó a ser más cara, en comparación al mundo. Además, en varios lugares turísticos del país, sus hoteles están menos "llenos" de turistas que hace ocho años atrás. Tiempos eran los de antes.

Para comprender este panorama hotelero, es interesante mostrar cómo ha evolucionado su rentabilidad. Ésta depende de dos factores claves: sus **precios** (la tarifa) y la **cantidad de visitantes** que se alojan en hoteles.

- Precio: dado que la hotelería no sólo afronta una competencia local y nacional, sino también mundial (Miami, Chile, Río, Punta del Este, etc.), la tarifa depende en buena parte de cuán caro está el dólar (que le permita cubrir los costos). Si está caro, se puede cobrar tarifas bajas en dólares, teniendo mayor margen

para competir. Para conocer su evolución, el indicador a tener en cuenta será el **tipo de cambio real**.

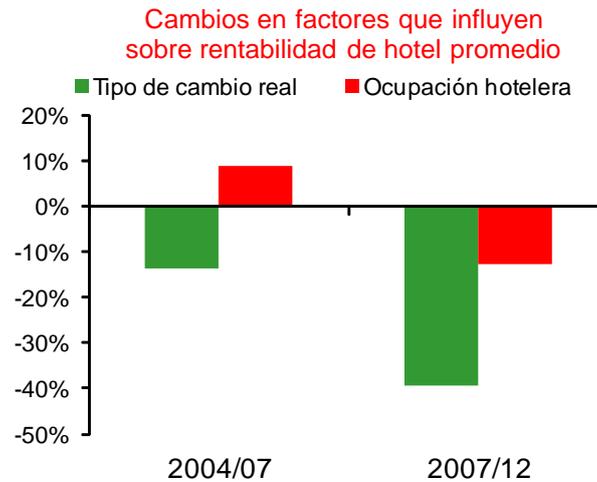
- Cantidad: referido al número de turistas que se hospedan en hoteles. Se utilizará como indicador la **"ocupación hotelera"**<sup>1</sup>, como señal de cuán "lentos" están en promedio los hoteles. El gráfico muestra su evolución en tres años clave, tomando en cuenta el promedio ponderado de ocho lugares turísticos del país.



Los lugares turísticos considerados son: Cdad. Buenos Aires, Cdad. Mendoza, Cdad. Córdoba, Salta, Iguazú, Ushuaia, Bariloche y Mar del Plata  
IERAL Mendoza, basado en INDEC.

¿Cómo han variado estos dos indicadores (precio y cantidad) en los últimos años? En un primer periodo (2004-2007), luego de una fuerte devaluación, el dólar había perdido algo de valor, y afortunadamente se vio compensado en parte con una mayor ocupación hotelera. En cambio, en el segundo periodo (2007-2012), no sólo rinde menos el dólar, sino que además disminuye la ocupación hotelera, jugando ambos factores en contra de la rentabilidad del sector.

<sup>1</sup> Se excluye el sector para-hotelero, que incluye hostels, cabañas y otros.

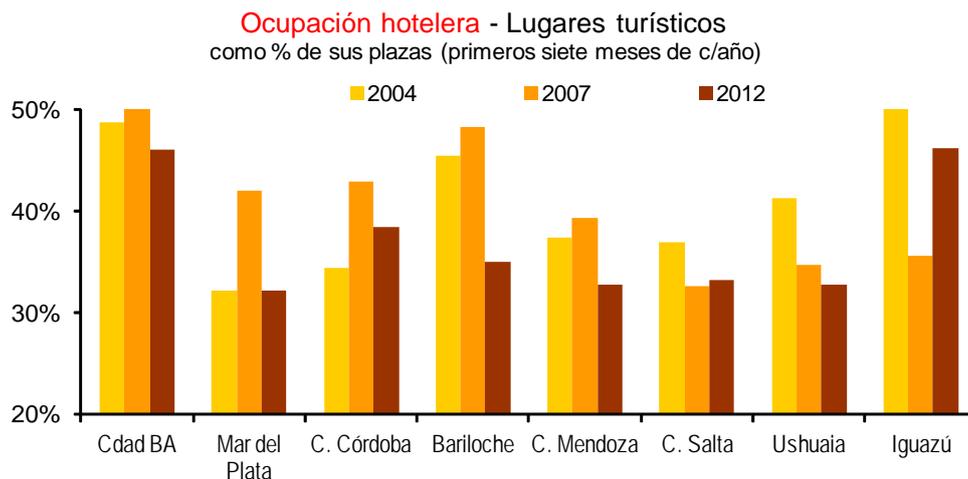


**Tipo de cambio real:** Cuando disminuye, Argentina pasa a estar más cara, respecto a EEUU, lo cual obliga a hoteles a cobrar tarifas más altas

**Ocupación hotelera:** es el promedio ponderado de 8 lugares turísticos de Argentina

IERAL Mendoza, basado en INDEC, Mecon y D. Estad. S. Luis

Con este panorama general, ¿qué ocurrió en diversas regiones? Durante el primer periodo 2004 - 2007, la mejora de la ocupación hotelera no se dio en todos los lugares turísticos considerados (por ejemplo, Salta, Ushuaia e Iguazú). En cambio, en el siguiente periodo, ese indicador disminuye en la mayoría de los lugares turísticos considerados, con una notoria excepción.



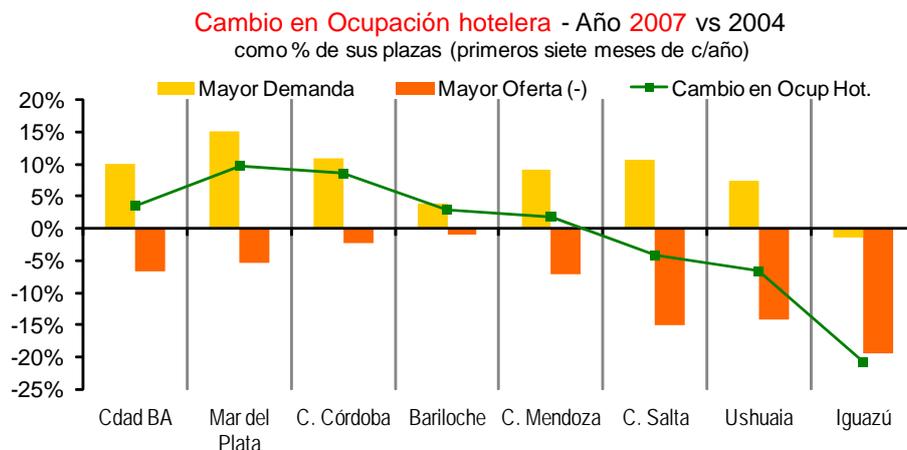
NOTA: Excluidas las plazas para-hoteleras.

IERAL Mendoza, basado en INDEC

¿Por qué ha variado la ocupación hotelera de esa manera? Se recurre a la ayuda del siguiente gráfico. En general, la mejora de este indicador se da por una razón de demanda, asociada a la **entrada de turistas** que van en hoteles (la barra amarilla indica que cuando es positiva, ha habido más turistas, mejorando así la ocupación hotelera). En el primer periodo, fue notorio el aumento de estos turistas (salvo en Iguazú), razonable por ser una época de dólar caro y con un mundo y Argentina en pleno auge (que se traduce en más ingresos para viajar).

En este periodo favorable, la disminución de la ocupación en algunos lugares turísticos (como Salta y Ushuaia) se explica por una razón de oferta, vinculada a la **apertura de nuevos establecimientos hoteleros**. La barra "naranja" negativa es señal de inversión, con más plazas hoteleras que se incorporan y que requieren más viajeros para ser "llenadas".

#### Periodo de dólar caro y con mundo y Argentina en auge



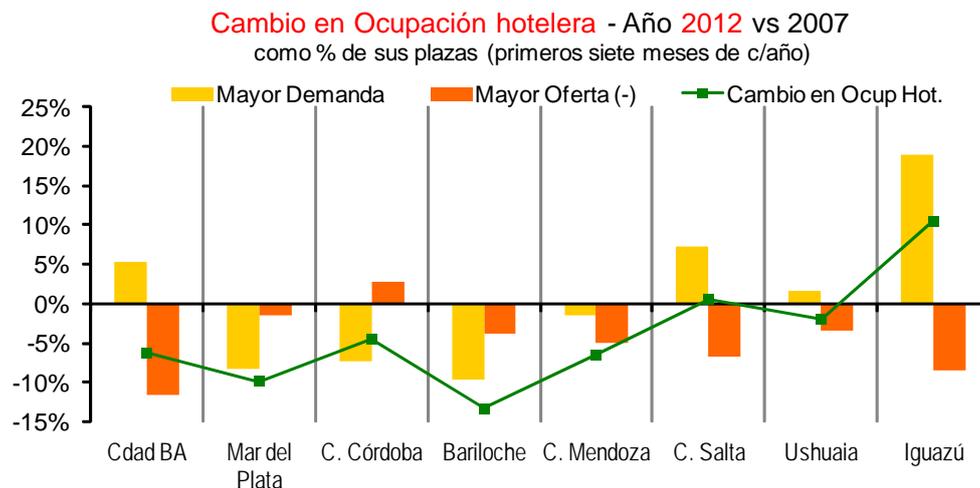
**En oferta, una barra negativa implica mayor oferta (que hace reducir la ocupación hotelera)**

NOTA: Excluidas las plazas para-hoteleras.

IERAL Mendoza, basado en INDEC

Considere ahora el segundo periodo (2007 a 2012), con un dólar que venía abaratándose, y con economías argentinas y mundiales menos dinámicas, creciendo a menor tasa. Ello se traduce en menos turistas alojados en hoteles (con caída muy fuerte en Bariloche, luego de las cenizas volcánicas de hace dos años atrás). Y en aquellos lugares afortunados de tener más turistas, aumentaron en menor proporción (Salta, Ciudad de Buenos Aires). La excepción fue Iguazú. Además, en varios de estos lugares continuaron las inversiones hoteleras, que se tradujo en una mayor oferta, haciendo caer aun más la ocupación hotelera (Mendoza).

**Periodo de dólar más barato y  
con mundo y Argentina creciendo lentamente**



**En oferta, una barra negativa implica mayor oferta (que hace reducir la ocupación hotelera)**

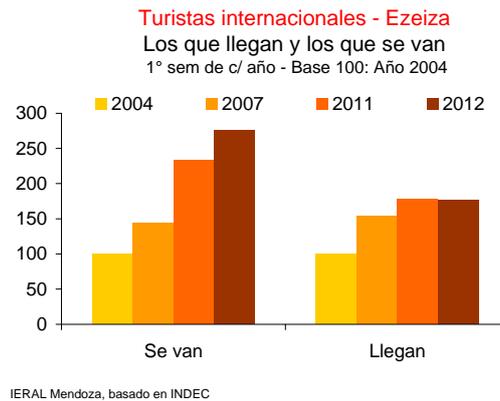
NOTA: Excluidas las plazas para-hoteleras.

IERAL Mendoza, basado en INDEC

¿Y qué esperamos para el futuro? Una a favor y una en contra. A favor es que el mundo se recuperaría (aunque no a un ritmo demoledor), lo que implica turistas con más ingresos para viajar. También se espera una mejora en la situación económica de nuestro país. Esto podría ayudar a ocupar en forma mas plena la capacidad instalada de la hotelería, pero no es seguro que dispare nuevas inversiones en el sector.

En contra está el dólar "oficial" barato, que hace menos atractivo visitar Argentina<sup>2</sup>. Eso se ha manifestado en el turismo internacional. Considerando sólo aquel que se mueve por Ezeiza, se observa que el turismo receptivo (los turistas que llegan del exterior) se ha estancado o disminuido levemente en el año 2012. En cambio, el turismo emisor (los turistas de Argentina que se van al exterior) continúa creciendo, a pesar de una economía relativamente estancada. Señal de un dólar "oficial" muy barato. Llegan menos y se van más, lo cual no juega a favor del turismo local.

<sup>2</sup> Se manifiesta también en las bajas tarifas en hoteles en el exterior.



Además, para 2013 los pronósticos anticipan que continuará el dólar "oficial" barato, desalentando a los turistas que vienen del exterior. Es cierto que una franja del turismo exterior puede comenzar a aprovechar más intensamente la existencia de la brecha cambiaria, pero esto se traduciría también en mayor informalidad. Para los argentinos que quieren viajar al exterior, ha habido una serie de restricciones (impuestos por comprar con tarjetas, dificultad de comprar dólares) que puede afectar a esos viajes. La pregunta es si se produce la sustitución (optando por viajar dentro del país).

Concluyendo, la hotelería argentina no tiene el dinamismo de hace unos años atrás. Para un futuro inmediato, la moderada recuperación económica mundial y argentina juega a favor de mantener el número de turistas, pero el dólar barato le juega en contra especialmente de las tarifas hoteleras, que le cuestan más cubrir los costos crecientes.

## En Foco 1

### **El costo laboral unitario en dólares de la industria mantiene la tendencia de los últimos tres años y sube 17% en 2012**

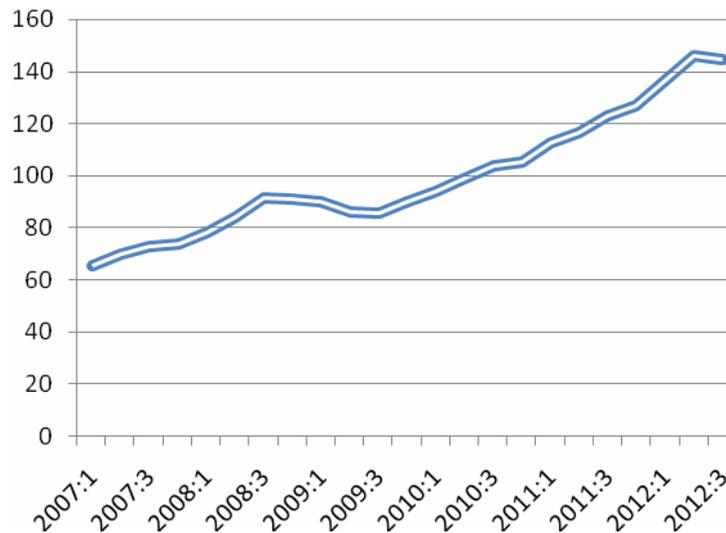
- En el tercer trimestre el índice del Costo Laboral Unitario en dólares alcanzó un nivel de 216, para una base 100 en 2007
- Con respecto a otros países, la pérdida de competitividad de la Argentina se ha acentuado en 2012, abriéndose una brecha del orden del 40% con respecto a Brasil
- Las expectativas no parecen indicar un cambio en el cuarto trimestre, ni por productividad ni por la relación entre el tipo de cambio oficial y los salarios nominales

La competitividad de la economía es un factor clave en el mediano y largo plazo. En efecto, la posibilidad de competir en mercados internacionales en una variedad de productos provee a la economía de una dinámica virtuosa en términos de producción e ingresos por un lado, y de inversión e innovación por el otro. Es la productividad, de hecho, el factor de largo plazo más relevante para el crecimiento y la competitividad; en el corto plazo, sin embargo, también juegan los costos de producción.

Aquí nos centraremos en analizar el Costo Laboral Unitario (CLU) en dólares de la industria manufacturera. Este es un índice en dólares del costo laboral por cada unidad de producto, y en su evolución intervienen los cambios en salarios, las variaciones en el tipo de cambio y las mejoras de productividad; en este sentido, resulta un indicador razonablemente completo de las fuerzas que determinan la competitividad.

### Evolución del CLU,

Base 100=2007



Fuente: IERAL en base a INDEC, BCRA y Orlando Ferreres

#### El último dato: tercer trimestre del 2012

El Costo Laboral Unitario en dólares viene creciendo anualmente a un 20% desde que empezó la recuperación del impacto de la crisis internacional. Esto quiere decir que en promedio, en los últimos tres años, producir una unidad de producto en la industria en términos de mano de obra salió cada año 20% más caro que el anterior. La tendencia es fuerte considerando que en Estados Unidos el mismo indicador prácticamente no ha crecido desde 1997, y que la brecha que nos separaba de Brasil en el segundo trimestre de este año alcanzaba un 40% (el CLU es 40% más elevado que el vecino).

Los datos que acaba de publicar el INDEC muestran el panorama que se dio durante los últimos tres meses y confirman la tendencia que veníamos observando.

### Evolución de los componentes del CLU

Índices (base 2007=100)	III 2012
Costo Laboral Unitario en dólares	216
<b>Variaciones Interanuales</b>	
Actividad Industrial	-2%
Obreros Ocupados	1%
Salarios nominales	24%
Tipo de cambio	10%
Salarios en dólares	14%
Productividad	-3%
Costo Laboral Unitario	17%

Fuente: IERAL en base a INDEC, BCRA y Orlando Ferreres.

Para el tercer trimestre de 2012 el CLU en dólares ha aumentado un 116% con respecto al promedio de 2007. Este crecimiento se ha debido principalmente al fuerte aumento de los salarios nominales y al atraso del tipo de cambio, sin que esto haya sido compensado por aumentos de productividad. Al respecto, los datos del tercer trimestre del 2012 muestran una caída de la productividad de 3% interanual, como consecuencia de que “más obreros producen menos unidades”.

El salario en dólares es el componente que más empuja hacia arriba al CLU. En los últimos doce meses, frente a una suba de 24% de los salarios nominales, el peso perdió 10% de valor con respecto al dólar, lo que generó una suba neta de los salarios en dólares de 14% con respecto al año anterior. La combinación de todos los factores llevó al referido aumento de 17% interanual en el costo laboral unitario en dólares.

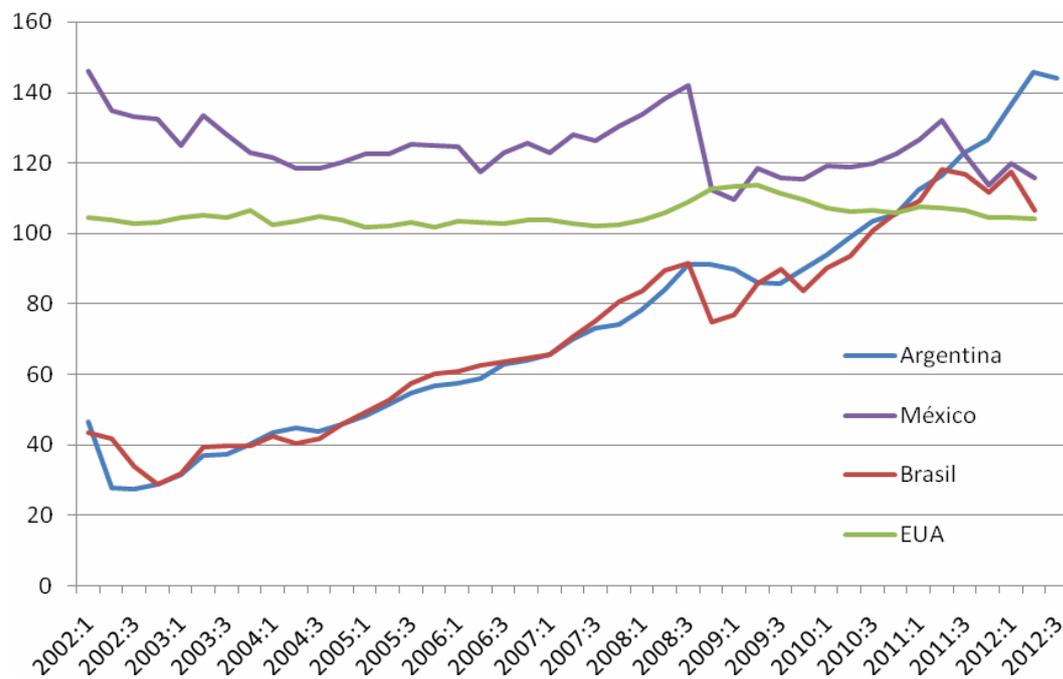
Como ejercicio es interesante analizar qué hubiera sucedido si tomáramos en cuenta el dólar “blue” en vez del oficial. El resultado sería opuesto. Con un paralelo de 6.30, los salarios habrían caído un 17%, por lo que el CLU habría bajado un 14%.

### Análisis de tendencia: comparación con otros países

La comparación con otros países nos da una idea de cómo vienen evolucionando los CLU desde 1997. Como puede observarse, el de Estados Unidos se mantuvo prácticamente constante y México, que había registrado una suba importante, en los últimos años retrocedió, hasta ubicarse ahora un 16% por arriba de su valor en 1997. El caso de Brasil es el que más llama la atención. Estos datos se refieren al segundo trimestre del 2012, dado que los últimos están disponibles. Hasta el segundo trimestre del 2011 veníamos recorriendo con Brasil un camino similar, pero después se abrió una brecha que hoy llega al 40%.

#### CLU en dólares desestacionalizado,

*base 100=1997*



Fuente: IERAL en base a INDEC, UIA, INEGI, IPEAdata, BLS.

La comparación con Brasil es de particular relevancia para la Argentina. La fuerte relación comercial bilateral nos lleva a considerar sus costos unitarios como un factor importante a la hora de tomar decisiones con respecto a los bienes complementarios (es más caro comprarlos) y con respecto a los sustitutos (tienen ventajas a la hora de venderlos). El segundo trimestre del 2012 Brasil consiguió bajar su CLU en dólares un 9.3%, mediante una combinación de salarios en dólares más bajos, por efecto de una fuerte devaluación nominal (25%) y una mayor productividad. Fue así que se abrió la brecha.

El principal resultado que obtenemos de este gráfico se refiere a que, tomando como base 1997, la evolución del CLU en Argentina es más empinada que la de países en desarrollo como Brasil y México, y de países desarrollados como Estados Unidos. Como se mencionó al principio, esto complica la competitividad.

### **Las expectativas**

Las expectativas de las variables que determinan el costo laboral unitario en dólares provienen del REM (publicado por el Banco Central). Según las expectativas para fin de año, los salarios van a crecer a un ritmo de 24% y el tipo de cambio se ubicará alrededor de 4.8 (crecerá un 4% con respecto al dato del último trimestre), lo que indica que los salarios en dólares seguirán aumentando. La productividad, por su parte deberá seguir enfrentándose a las complicaciones asociadas con las trabas comerciales<sup>3</sup>.

Dadas las condiciones en las que se encuentra la economía argentina, y sumando las expectativas, no es de esperarse que el CLU en dólares vaya a disminuir próximamente. Si lo hace, el riesgo es que esto ocurra mediante una menor cantidad de obreros trabajando en la industria. En este sentido, el empleo es la variable a seguir de cerca durante los próximos trimestres.

La pregunta que queda por contestar tiene que ver con la sostenibilidad de tan altos costos, para ello debería realizarse un análisis mucho más profundo de la coyuntura económica que excede este indicador.

---

<sup>3</sup> Básicamente, el nexo entre las restricciones a las importaciones y la caída en la productividad se debe a que gran parte de las importaciones corresponden a insumos intermedios, y cuando no se cuenta con buenos sustitutos nacionales de dichos insumos (porque no existen o porque son de inferior calidad) hay un efecto directo sobre la distribución de los recursos –vía costos, dado que importar se hace más caro- que es captado por la productividad de cada empresa y repercute negativamente en la competitividad del sector industrial.

En un informe anterior del IERAL se calculó que una caída de las importaciones de un 35% tendría como efecto una caída de 1.65% en la productividad.

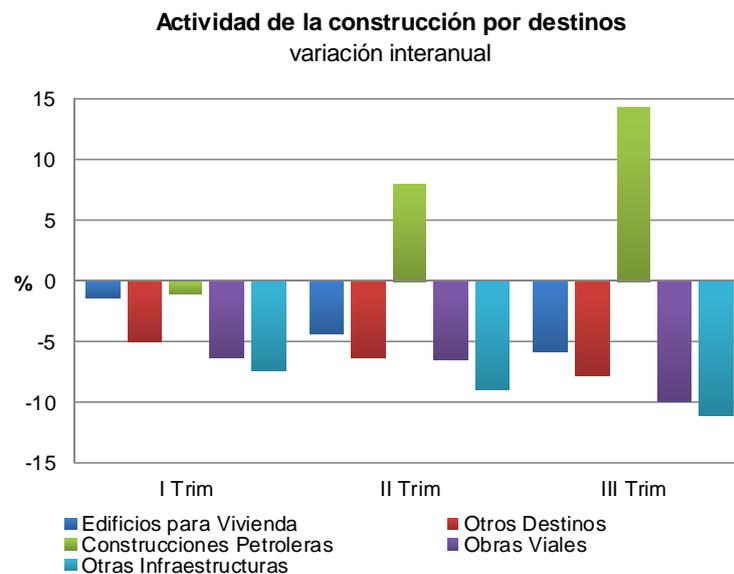
## En Foco 2

### **Brecha cambiaria y restricciones presupuestarias se asocian en el derrumbe del sector construcciones**

- Tras caer 3,2% y 4,9% en los primeros dos trimestres del año, en el tercer trimestre se acentúa a 6,3% interanual la baja del sector construcciones
- Con excepción de obras vinculadas a pozos petroleros, todos los rubros profundizan en el tercer trimestre las variaciones negativas del segundo
- El empleo registrado en el sector había caído 3,5% interanual en el segundo trimestre y ahora lo hace al 6%

La actividad de la construcción continúa en una tendencia decreciente en lo que va del año, con una caída de 6,3% interanual en el tercer trimestre, que compara con bajas de 3,2% y 4,9% en el primer y segundo trimestre respectivamente. En este sentido, tanto los números como las expectativas del sector no muestran señales de haber tocado un piso.

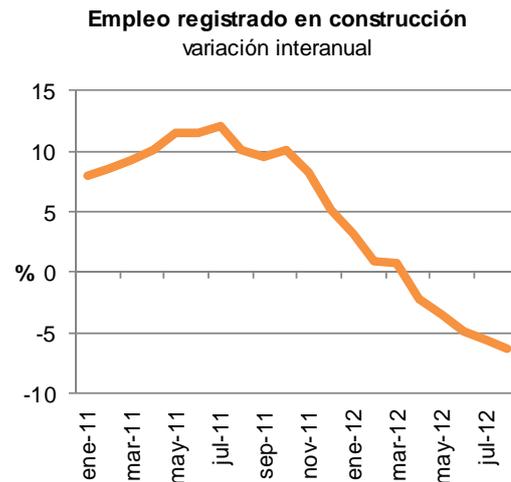
En base a los datos del ISAC (Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción) del INDEC, podemos analizar el desempeño según el tipo de edificación. Todos los rubros se encuentran en terreno negativo, con la excepción de las construcciones petroleras, que crecieron 7,9% interanual en el segundo trimestre y luego 14,3% en el tercero. La construcción de edificios para viviendas, que ponderan con 58% en el índice total, se retrajeron 5,9% interanual en el tercer trimestre, profundizando las bajas de 1,4% y 4,3% del primer y segundo trimestre. Los edificios con otros destinos ya se encontraban en un andarivel de caída a principio de año, (-5% interanual en el primer trimestre), y en los dos trimestres siguientes acentuaron las variaciones negativas, pasando a -6,4% y luego -7,8% interanual. Estos ítems, en general más vinculados al sector privado, parecen reflejar el impacto de la brecha cambiaria sobre la actividad.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Por su parte, las obras viales y otras infraestructuras registran mermas aún mayores, asociadas a las restricciones presupuestarias de las distintas jurisdicciones, traccionando a la baja el nivel general de la actividad de construcción. Las obras viales se redujeron 10% interanual en el tercer trimestre, intensificando las bajas de 6,4% y 6,6% en el primer y segundo trimestre. Las otras obras de infraestructura muestran el peor desempeño, pasando de caídas interanuales de 7,4% y 9% en el primer y segundo trimestre a 11,1% en el tercero.

Con datos de empleo registrado hasta Agosto, se observa que el decaimiento de la actividad está teniendo impacto significativo sobre el nivel de empleo del sector. Luego de un débil primer trimestre, en el cual el empleo creció 1,6% interanual, el segundo trimestre marcó un descenso de 3,5%, y en los meses de Julio y Agosto esta baja se profundizó a 6%.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IERIC

## En Foco 3

### Se prevé para 2013 una importante recuperación de los flujos de capitales hacia emergentes

- Luego de dos años de contracción, el IIF proyecta un incremento de 7% anual de los flujos privados a economías emergentes
- Estos fondos, en promedio, se multiplicaron 3,7 veces entre el período 1995-2003 y el lapso 2004-2013
- Para 2013 se proyecta un flujo de 295 mil millones de dólares hacia América latina, con una participación acotada de la Argentina

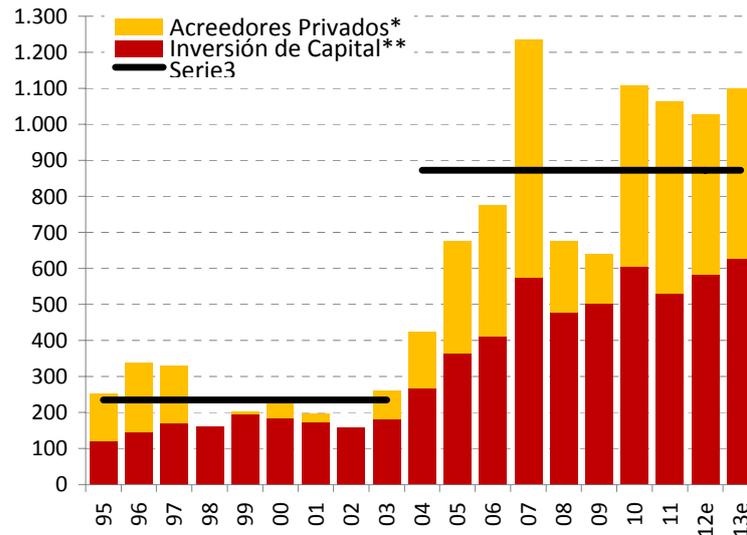
Recientemente el IIF (Institute of International Finance) actualizó sus estimaciones sobre el flujo de capitales hacia mercados emergentes, con una revisión al alza de las proyecciones anteriores. En este sentido, el flujo de capitales privados hacia emergentes crecería un 7% interanual para 2013, luego de dos años de contracción. Esto se produce en un contexto en el cual, tanto las autoridades monetarias de Estados Unidos y Europa, continúan implementando medidas de relajación monetaria que impulsan estos movimientos de capitales privados hacia emergentes, en busca de mejores rendimientos. En particular, América Latina, si bien ha perdido participación en estos flujos por el significativo avance de los emergentes de Asia, proyecta un incremento constante para la región.

Como muestra el gráfico, el flujo neto de capitales hacia economías emergentes ha dado un salto espectacular a partir del 2003. Esto es, mientras que durante el período 1995-2003 ingresaban en promedio US\$234 mil millones anuales, entre 2004 y 2013 este promedio asciende a US\$872 mil millones; o sea, 3,7 veces más. La serie muestra un pico máximo en 2007, cuando ingresaron a estas regiones US\$1.236 mil millones. Luego, se observa una significativa caída producto de la crisis sub-prime y las turbulencias financieras internacionales, que acotaron los flujos de capitales privados a emergentes a prácticamente la mitad. Sin embargo, la recuperación no tardó en llegar, para 2010 el ingreso de capitales alcanzó US\$1.110 mil millones. Finalmente, y en línea

con las diversas dificultades que enfrenta la economía mundial para recuperarse, durante 2011 y 2012 se observa una leve estabilización de estos flujos: -4% y -3% interanual, respectivamente. Aunque, la última revisión proyecta un nuevo incremento del flujo de capitales hacia economías emergentes: US\$1.100 mil millones.

### Flujo de Capitales Privados a Economías Emergentes

en miles de millones de dólares anuales, neto



(\*) incluye préstamos bancarios y no bancarios

(\*\*) incluye inversión directa y en cartera

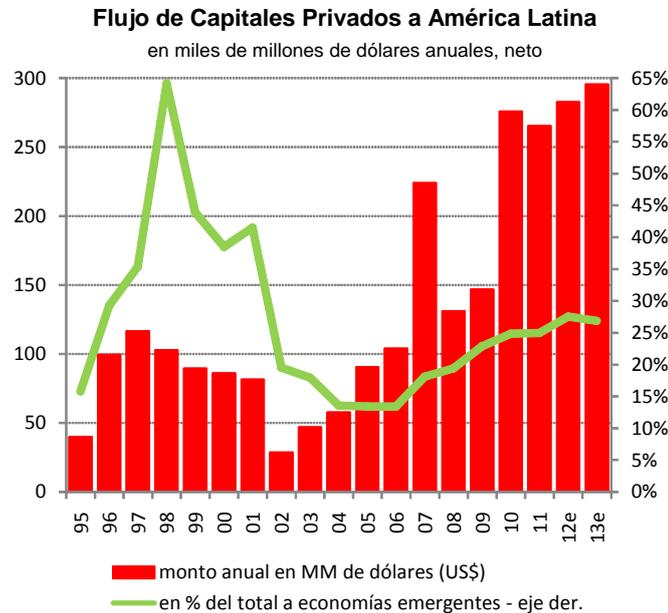
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos IIF

En cuanto a la composición de esta "marea" de fondos frescos hacia economías emergentes, se observa que el incremento en los flujos vino dado tanto por el lado de mayores acreedores privados -préstamos bancarios y no bancarios- que crecieron a una tasa anual promedio de 13% desde 2004 y; a su vez, por el lado de mayores inversiones de capital -tanto directa, como de portfolio- que crecieron a un ritmo anual de 10% desde aquel año. Vale destacar el notable incremento de los préstamos privados no bancarios, que pasaron de promediar US\$51 mil millones anuales entre 1995 y 2003, a US\$221 mil millones anuales entre 2004 y 2013 (tasa de crecimiento de 16% anual).

Ahora bien, este sustancial incremento de flujos de capitales privados hacia países emergentes no fue uniforme, hubo regiones que lograron captar una mayor porción de esos fondos en detrimento de las otras.

Principalmente, las economías emergentes de Asia y, hasta 2008, de Europa fueron los que dominaron la escena. En el caso particular de América Latina, si bien se observa un continuo aumento en los flujos de ingreso de capital privado desde 2003 hasta la

fecha, este incremento estuvo por debajo del ritmo del total de flujos hacia los emergentes, haciendo que la región pierda representación.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos IIF

Como muestra el gráfico, el flujo de capitales privados hacia América Latina creció ininterrumpidamente desde un piso de US\$29 mil millones en 2002 hasta un máximo proyectado para 2013 de US\$295 mil millones. En este contexto, la tasa de expansión anual promedio de estos fondos es del 24%. Sin embargo, otras regiones han tenido un dinamismo superior, haciendo que la participación de América Latina haya pasado del 38% entre 1995 y 2001 a 13% entre 2003 y 2006, para recuperarse parcialmente hasta el 27% que representa actualmente. Ahora los emergentes de Asia son los principales receptores de fondos frescos.

El informe señala que el incremento de los fondos privados a la región se explica por la perspectiva de mejores resultados respecto del crecimiento económico, las renovadas expectativas de apreciación de las monedas y la continuidad en el elevado nivel de precio los commodities. Estas señales son las que han dirigido los flujos de inversión extranjera directa hacia América Latina. Asimismo, el diferencial de tasa de interés respecto de las economías desarrolladas pareciera mantenerse luego de las medidas de relajación monetaria introducidas tanto por la FED como por el BCE (Banco Central Europeo). Todos estos factores hacen crecer la presencia inversores externos en mercados de deuda en moneda local.

De todas formas, las facilidades en materia monetaria hacen que se ponga el foco sobre el riesgo de inflación, pasando a cobrar mayor relevancia los instrumentos de

deuda indexados. En este sentido, los canales más utilizados para invertir en la región serán: inversión extranjera directa (estimada en US\$83 mil millones este año y proyectada en US\$91 para 2013; donde se destacan Brasil, México, Chile, Colombia y Uruguay); instrumentos de deuda en monedas locales (incrementos en general, pero impulsados principalmente por Brasil, México y países como Perú y Uruguay)

En el caso de la Argentina, como es sabido, su participación es limitada, fenómeno que se ha acentuado con las restricciones al cambio y al comercio exterior impuestos desde fin de 2011.

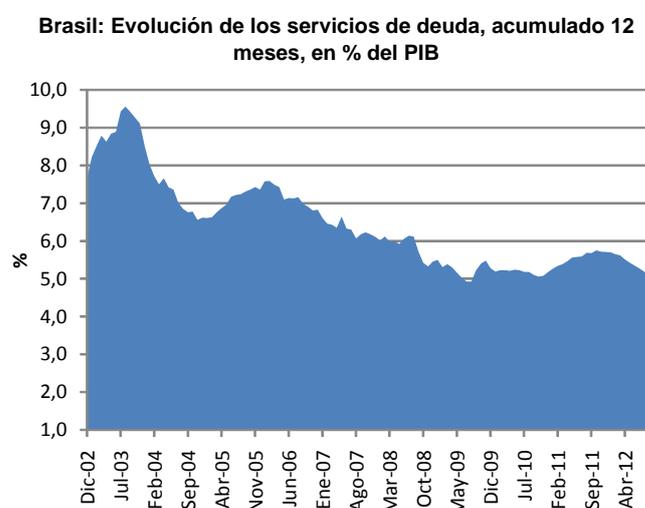
## En Foco 4

### **Brasil: La menor carga de interés achicaría el déficit del sector público a 1,4% del PIB en 2012**

- Este guarismo podría lograrse pese a un menor superávit primario (2,7% del PIB, versus 3,1% en 2011)
- En la medida en que el gobierno mantenga el gasto corriente bajo control, la menor carga de intereses permitirá una positiva combinación de más inversión pública y menos presión tributaria
- La clave es que el nuevo mix de políticas no altere el cumplimiento de las metas de inflación, que se vienen respetando desde 1999

Hace tiempo venimos destacando como positivo el cambio en el mix de políticas en Brasil: desde que asumió Dilma comenzaron a bajarse las tasas de interés, procurando mantener bajo control la inflación con política fiscal más ajustada. En el año 2011 se subió la meta del superávit primario hasta 3,15%. Pero este año ese objetivo no va a cumplirse: la desaceleración de la economía y su impacto sobre la recaudación, sumado a las desgravaciones impositivas que utilizó el gobierno para incentivar un consumo alicaído y la actividad en general, explican el menor ahorro público. La trayectoria del gasto público es clave para que el nuevo mix se consolide sin tirar por la borda la cuidadosa tarea de controlar la inflación que se había reservado el Banco Central. Mediante el sistema de metas de inflación, instaurado en 1999 durante la presidencia de Fernando Henrique Cardoso, la inflación se ha mantenido en torno a la meta en 12 de los 14 años que transcurrieron desde que se implementó el sistema. En el último año, el relajamiento monetario, combinado con metas fiscales que se han venido cumpliendo, ha permitido que la tasa de interés real se ubique en torno al 2%.

Durante los dos mandatos de Lula, la disciplina fiscal implementada por el gobierno llevó a sostener el superávit primario durante esos 8 años, pasando de 3,2 puntos del PIB a fines de 2002 hasta 2,7% a fines de 2010. El superávit se respetó pero la política fiscal fue de todos modos el principal instrumento para empujar la economía, ante la existencia de tasas de interés muy altas en términos reales (18,5% en promedio para el primer mandato de Lula, 11,1% en promedio para el segundo). En ese período, el déficit fiscal (después del pago de intereses) se redujo desde 4,5% hasta 2,5 puntos del PIB.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ipeadata

Desde que asumió Dilma, en 2011, el superávit primario se ubicó en 3,1% en 2011 y para este año se prevé que se ubique en torno a 2,7%. Inflación contenida, sumada a los recortes de la tasa de interés de corto plazo, permitieron la disminución de la carga de intereses de deuda (hoy en 5,1% del PIB), pero dada la reducción de la tasa de interés en el último tiempo podría reducirse aún más. Gran parte de la deuda pública se indexa por Selic y por el índice general de precios. Las proyecciones del Banco Central de Brasil proyectan para 2012 una reducción aún mayor de intereses hasta 4,1% del PIB. Con un resultado primario de 2,7% del Producto, esto daría como resultado una reducción del déficit fiscal hasta sólo 1,4% del PIB, una cifra inédita para la historia económica reciente del país.

**Brasil: Situación Fiscal**

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012*	2012**
<b>Resultado primario</b>	3.3	3.7	3.8	3.2	3.3	3.4	2.0	2.7	3.1	2.3	2.7
<b>Intereses de deuda</b>	8.5	6.6	7.4	6.8	6.1	5.5	5.3	5.2	5.7	5.1	4.1
<b>Resultado fiscal</b>	-5.2	-2.9	-3.6	-3.6	-2.8	-2.0	-3.3	-2.5	-2.6	-2.8	-1.4

\* Acum 12 meses a septiembre

\*\* Proyección Banco Central para diciembre de 2012

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Ipeadata

El comportamiento descendente de la carga de servicios de deuda es muy positivo, porque se había constituido en una de las principales restricciones al crecimiento de la economía, por el lado de la magra inversión pública, en especial en infraestructura. Una menor carga de intereses de deuda liberará recursos para aumentar la inversión pública, o para reducir la presión tributaria, que hoy constituye una muy pesada carga para el sector privado (la presión tributaria efectiva se ubica en 35% del PIB).