



# Informe de Coyuntura del IERAL

Año 22 - Edición N° 788 – 25 de Abril de 2013

**Coordinador: Jorge Vasconcelos**

**Editorial – Gustavo Reyes**

Inflación: ¿Dónde estamos y cómo puede seguir la película?

**En Foco 1 – Inés Butler**

Los límites para el crecimiento de largo plazo

**En Foco 2 – Augusto Terracini**

El empleo privado formal y los precios relativos

**En Foco 3 – Constanza Pérez Aquino**

El menor dinamismo exportador y crecientes necesidades de importación de combustibles reducen el superávit comercial

**En Foco 4 – Joaquín Berro Madero**

El Banco Central no logra pasar a terreno positivo en el resultado neto de la compra-venta de divisas

**En Foco 5 – Eliana Miranda**

Internacional: Eurozona ¿una luz al final del túnel?

**Selección de Indicadores – Constanza Pérez Aquino**

**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:** **4**

***Inflación: ¿Dónde estamos y cómo puede seguir la película?***

- En la medida en que no se frene la emisión monetaria, la desaceleración de la inflación observada en los últimos meses sería un fenómeno transitorio
- En enero de este año, el Banco Central absorbió sólo el 67% de la extraordinaria emisión de la última parte de 2012, y entre febrero y marzo agregó 14,8 mil millones de pesos al circuito
- Volver a utilizar el tipo de cambio oficial como ancla para el aumento de los precios tendría efectos contraindicados, especialmente si esa política dispara una ampliación de la brecha cambiaria

**En Foco 1:** **10**

***Los límites para el crecimiento de largo plazo***

- La variación de la Productividad Total de Factores (TFP) pasó a terreno negativo en 2012 (estimado en -0.1%)
- La TFP de largo plazo muestra una tasa de variación de 1,4% anual si se toma desde 1997 y de 1,6% desde 1987
- Dado el nivel actual de la tasa de inversión, si la productividad no se recupera, el crecimiento potencial de la economía encontraría un techo cercano al 3% anual

**En Foco 2:** **13**

***El empleo privado formal y los precios relativos***

- Desde 2008 se generó empleo privado formal a una tasa promedio de 2.7%, guarismo que en el 2007 había sido 8.7%
- La comparación con Brasil indica que, a partir de la crisis internacional, comenzó a abrirse una brecha en la creación de empleo privado formal, de 13 puntos porcentuales a favor del vecino país tomando como base el año 2008
- La dinámica del empleo responde, entre otras cosas, a los precios relativos. Restricciones a los mercados pueden generar distorsiones e incentivos a favor de un mayor uso relativo de factor capital antes que del factor trabajo

**En Foco 3:** **17**

***El menor dinamismo exportador y crecientes necesidades de importación de combustibles reducen el superávit comercial***

- El saldo de la balanza comercial se ubicó en US\$ 10.979 millones en el acumulado de doce meses a marzo, una merma de US\$ 1.578 millones en relación al resultado de 2012
- El fenómeno ocurre tanto por una caída en las exportaciones como un aumento en las importaciones. Sin considerar combustibles, la variación en compras y ventas fue prácticamente nula
- La balanza energética alcanzó un saldo negativo record de US\$ 4.282 millones en el acumulado de 12 meses a marzo, con importaciones que ya superan los US\$ 10.000 millones por año

**En Foco 4:** **20**

***El Banco Central no logra pasar a terreno positivo en el resultado neto de la compra-venta de divisas***

- A pesar de las liquidaciones de dólares de la agroindustria, el acumulado de cuatro semanas muestra una diferencia negativa en 1,8 mil millones de dólares en la compra-venta neta del Central
- En igual período de 2012, el resultado negativo había sido de 680 millones de dólares
- El drenaje de las reservas también se explica por el retiro de depósitos en dólares del sistema bancario y por los pagos de deuda pública

**En Foco 5: 23**

***Internacional: Eurozona ¿una luz al final del túnel?***

- Países como España, que presentaban grandes desequilibrios en sus cuentas externas, ahora pasan a terreno positivo en la cuenta corriente del balance de pagos
- Sin embargo, la situación es frágil, en parte porque el ajuste ha disparado la tasa de desempleo
- En la mayoría de los países la deuda pública sigue aumentando como proporción del PIB; sin embargo, los indicadores de riesgo-país mejoran

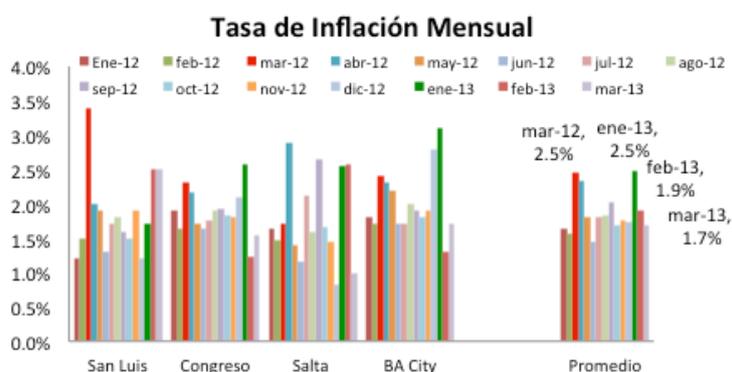
**Selección de Indicadores: 27**

## Editorial

### Inflación: ¿Dónde estamos y cómo puede seguir la película?

- En la medida en que no se frene la emisión monetaria, la desaceleración de la inflación observada en los últimos meses sería un fenómeno transitorio
- En enero de este año, el Banco Central absorbió sólo el 67% de la extraordinaria emisión de la última parte de 2012, y entre febrero y marzo agregó 14,8 mil millones de pesos al circuito
- Volver a utilizar el tipo de cambio oficial como ancla para el aumento de los precios tendría efectos contraindicados, especialmente si esa política dispara una ampliación de la brecha cambiaria

La semana pasada en el Informe de Coyuntura<sup>1</sup> se analizaba que durante el mes de marzo de este año, la tasa de inflación habría tenido una desaceleración. Entre los factores explicativos se citaba la desaceleración en el aumento del precio de la carne y los posibles efectos de los controles de precios implementados a principios de febrero de este año.



La pregunta que vamos a estudiar en esta oportunidad es si el menor ritmo de inflación observado en marzo puede mantenerse en el tiempo o es transitorio. Para ello, antes haremos una simple analogía entre la inflación de una economía y la

<sup>1</sup> “Los índices de precios muestran una desaceleración: ¿a qué se debe?”, En Foco 1, Informe de Coyuntura del IERAL, Año 22, Edición 787, 18 de abril de 2013.

evolución de los precios en mercados específicos. ¿Qué es probable que suceda con el precio de las manzanas luego de una cosecha extraordinaria que aumenta la producción en niveles cercanos al 40%?<sup>2</sup> Si bien es difícil predecir el momento exacto, lo más probable es que este fuerte aumento de la oferta de manzanas se traduzca en una reducción de su valor. Lo mismo podríamos decir para la mayoría de los mercados que experimenten un fuerte crecimiento en su oferta, incluido el mercado de dinero. Cuando la oferta de pesos crece a un ritmo muy alto, lo más probable es que el valor de la moneda se reduzca de la misma forma en que se hubiera reducido el precio de las manzanas ante una expansión en su oferta. Estos resultados son válidos siempre y cuando la demanda de manzanas o de dinero no crezcan en la misma magnitud que la oferta.

Dada la evolución del dólar blue en los últimos meses, es dable de pensar que la demanda de dinero nacional no esté aumentando demasiado. Por lo tanto, lo más probable es que mientras el ritmo de emisión monetaria no disminuya fuertemente, tampoco lo hará el fenómeno inflacionario en Argentina (pérdida de valor del dinero doméstico).

Si bien es verdad que hay enormes diferencias entre el mercado de manzanas y el de dinero, el argumento recién esgrimido igual puede aplicarse en ambos mercados. La validez de dicho argumento no sólo se basa en el sentido común y en uno de los conceptos teóricos más sólidos de la macroeconomía, sino también en lo que muestra la propia experiencia de la economía de nuestro país.

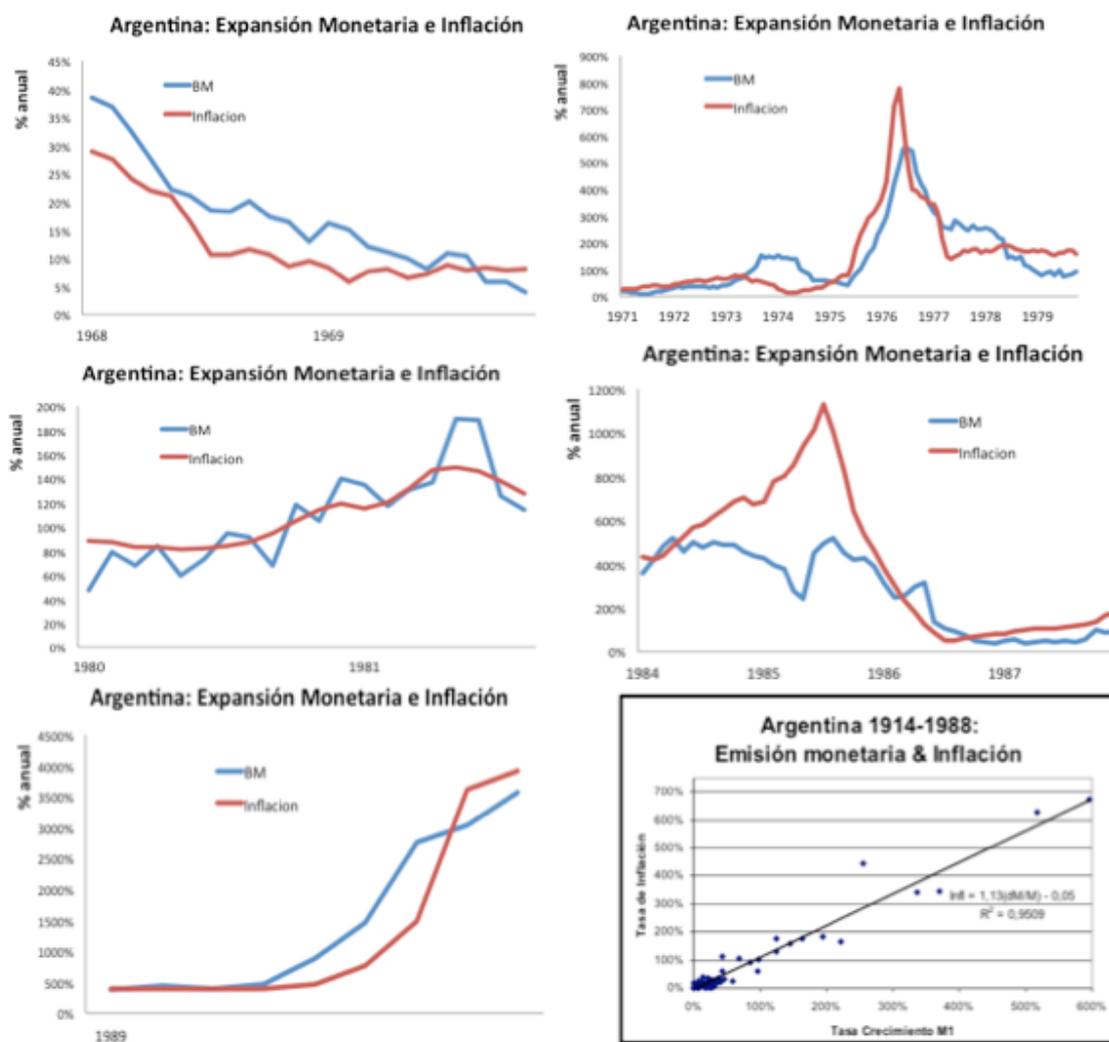
Frenar la inflación con controles de precios sin una fuerte desaceleración del ritmo de emisión monetaria es muy difícil. En Argentina, los controles de precios estuvieron vigentes durante gran parte de las décadas de los 70's y 80's y sus efectos fueron claramente transitorios dada la magnitud de la inflación registrada en dicho período: 209% anual en promedio entre 1970 y 1988. La tasa de inflación durante esta época en algunos períodos cayó y en otros se aceleró, independientemente de los controles de precios ya que estos fueron casi una constante en aquéllos años<sup>3</sup>.

---

<sup>2</sup> Asumiendo que la demanda de manzanas no cambia y que las mismas por alguna razón no pueden exportarse al resto del mundo.

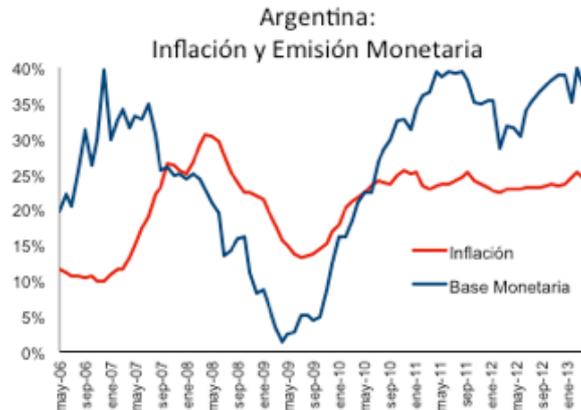
<sup>3</sup> Argentina entre febrero de 1967 y noviembre de 1989, experimentó 23 años de controles de precios, donde la excepción fue la libertad de precios en solamente 30 meses durante todo este período. El resultado de los mismos, en general fue una transitoria disminución en la tasa de inflación durante los controles para luego retornar la inflación a niveles muy similares a los registrados

Como puede observarse en los siguientes gráficos adjuntos, la clave tanto en las reducciones como en las aceleraciones en la tasa de inflación durante las décadas de los 70's y 80's fue la evolución de la emisión de Base Monetaria (BM) por parte del Banco Central.



Esta relación histórica entre emisión monetaria e inflación no ha pasado de moda y sigue muy vigente en la economía de nuestro país en los últimos años como puede apreciarse en el siguiente gráfico.

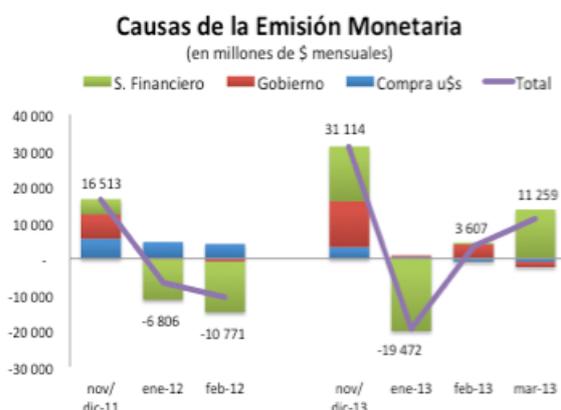
en momentos previos a los controles. Ver Fiel (1990), "Control de Precios e Inflación: la experiencia argentina reciente", Ed. Manantial.



Este proceso de fuerte emisión monetaria no sólo permite entender la dinámica inflacionaria actual sino también la del mercado cambiario, en especial lo sucedido en los últimos meses.

Para entender esto visualicemos el siguiente gráfico donde aparece la cantidad de pesos emitidos por el Banco Central a fines del 2011 y 2012 y a principios de los años siguientes. El pago del medio aguinaldo a fin de cada año genera una necesidad adicional pero temporaria de mayores fondos (pesos) por parte de las empresas. Por este motivo, el Banco Central generalmente acelera su emisión de pesos en estos meses para evitar un aumento transitorio y no deseado en la tasa de interés. Esto es lo que sucedió entre noviembre y diciembre del 2011 donde, en promedio mensual, se emitieron \$ 16.5 MM<sup>4</sup> (miles de millones) que luego en los meses de enero y febrero del 2012 fueron retirados del circuito. A fines del 2012, esta emisión extraordinaria fue demasiado alta (\$31.1 MM, más del doble que la del año anterior). Este exceso de emisión de pesos, generó una liquidez mayor a la prevista y, junto con otros factores, terminó alimentando el mercado cambiario marginal. En el mes de enero del 2013, como era previsto, el Banco Central retiró el 63% de la emisión extraordinaria de los meses anteriores. El problema es que el restante 37% nunca terminó de absorberse ya que en febrero y marzo, el Banco Central volvió a emitir muchos pesos (\$ 3.6 MM y \$ 11.2 MM respectivamente), generando un nuevo impulso de liquidez y alimentando nuevamente la demanda del dólar en el mercado marginal.

<sup>4</sup> Frente a un promedio mensual para todo el año 2011 de \$5.200 MM.

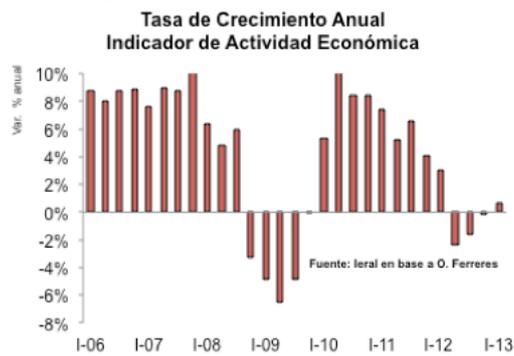


Como lo demuestra el anterior análisis, en el mediano plazo la evolución de la emisión monetaria es un componente esencial en la dinámica inflacionaria (y también en la del mercado cambiario).

¿Existen otros factores además del monetario capaces de afectar el ritmo inflacionario de una economía? Si bien, el principal es sin dudas el monetario, otras variables macroeconómicas también pueden jugar un rol importante en el proceso inflacionario. Una rápida reactivación de la actividad económica puede acelerar el ritmo de la inflación al igual que un fuerte crecimiento en los salarios nominales o un aumento en las expectativas de inflación o de devaluación de los agentes económicos (bajan la demanda de dinero).

Observando los siguientes gráficos, los únicos factores que podrían ayudar a reducir el ritmo inflacionario es la actual desaceleración tanto del crecimiento de los salarios como de la devaluación del dólar oficial. Si bien este último punto, reduce la presión sobre los precios que pueden ser exportados o importados, su efecto final sobre la inflación no es tan claro porque, teniendo en cuenta la evolución del dólar blue, una menor devaluación en el dólar oficial puede terminar generando mayores expectativas de devaluación futura dada la ampliación en la brecha cambiaria. Por otro lado, la estabilidad en las expectativas de inflación junto con el lento repunte en el nivel de actividad<sup>5</sup> del primer trimestre no ayudarían a reducir el actual proceso inflacionario.

<sup>5</sup> Si bien la mejora en el nivel de actividad económica es una buena noticia para la economía, también muestra que el estancamiento de la economía habría dejado de ser un freno del proceso inflacionario como lo fue en 2012.



De esta forma, ni el ritmo de emisión monetaria ni el contexto macroeconómico en general permiten vislumbrar una reducción permanente del proceso inflacionario. Por lo tanto, si bien la generalización de los controles de precios evidenciada en los últimos meses (supermercados, combustibles, ¿tarjetas de crédito?) puede reducir un poco la inflación en el cortísimo plazo, estos efectos serán probablemente transitorios en la medida que no se reduzca fuertemente el ritmo de emisión monetaria actual (cerca al 40% anual).

## En Foco 1

### Los límites para el crecimiento de largo plazo

- La variación de la Productividad Total de Factores (TFP) pasó a terreno negativo en 2012 (estimado en -0.1%)
- La TFP de largo plazo muestra una tasa de variación de 1,4% anual si se toma desde 1997 y de 1,6% desde 1987
- Dado el nivel actual de la tasa de inversión, si la productividad no se recupera, el crecimiento potencial de la economía encontraría un techo cercano al 3% anual

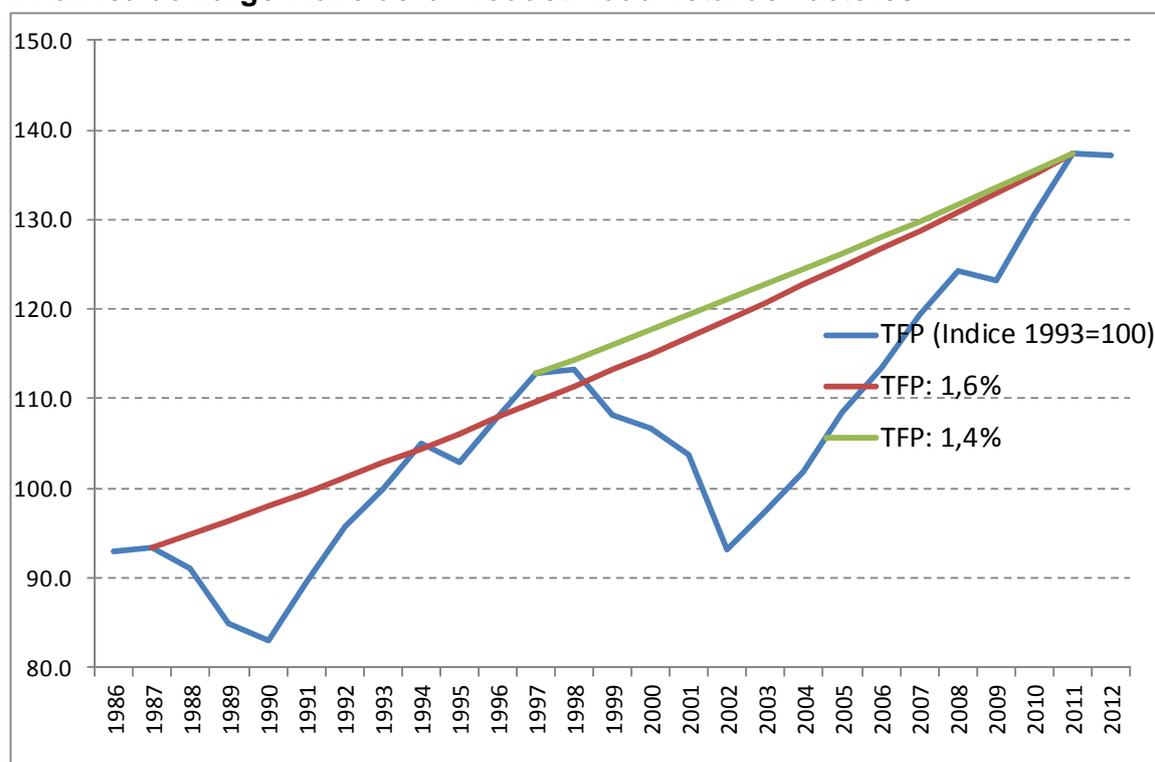
El crecimiento del PIB de 2012 fue 1,9% de acuerdo a las estadísticas oficiales. Este dato es magro si se compara con la trayectoria registrada en los últimos años, que promedia 6,9% desde 2003, aunque no tan desfasado si se lo compara con el crecimiento promedio desde 1997, que ronda 3,7%.

¿Cuáles son los factores que se encuentran detrás de esta dinámica? Por una parte, la tasa de inversión bajó 1,6pp en relación al 2011, aunque de todos modos generó un incremento neto del stock de capital del orden del 3,5%. Por otra parte, el empleo registró un leve incremento, de 0,6%, aunque no logró incorporar a todos los nuevos trabajadores, por lo que la tasa de desempleo subió levemente de 5,4% a 5,9%. De todas formas, aunque de manera acotada, tanto el capital como el trabajo contribuyeron a la expansión del PIB. Es más, toda la expansión del PIB se explica por estos factores, esto es, se registró un crecimiento de tipo extensivo, basado sólo en la mayor utilización de insumos pero no en un uso más productivo de los mismos.

De hecho, la productividad de la economía para 2012 registró un leve retroceso, estimado en 0,1%, lo que presenta señales de alerta para el crecimiento de los próximos años. Un análisis de más largo plazo muestra que a lo largo del ciclo actual, cuyo comienzo tomamos en 1997 (el pico anterior de la serie), la variación de la productividad de la economía promedio anual es de 1,4%, valor muy inferior al promedio de la fase expansiva que comienza luego de la crisis de 2002, durante la cual la TFP se expande casi al 4%. Si se toma un período de tiempo más largo, desde 1987, la variación promedio anual de la productividad es algo superior, 1,6%.

T

### Dinámica de Largo Plazo de la Productividad Total de Factores



Fuente: IERAL - Fundación Mediterránea en base a INDEC

Así, las perspectivas de crecimiento para los próximos años no son alentadoras. Si la inversión se mantuviera en los niveles actuales, y el empleo registrara un dinamismo levemente superior al 2012, de modo tal de incorporar la totalidad de los nuevos trabajadores, podría aspirarse a una tasa de crecimiento de alrededor de 2/2,5%. Cualquier performance por encima de esta tasa demanda un esfuerzo mayor a la productividad. Así en un escenario intermedio, la TFP podría mostrar una trayectoria en línea con su comportamiento histórico, de alrededor de 1,4%, lo que resultaría en un crecimiento total de 3,5%. Sin embargo, en el contexto de inestabilidad en el que se encuentra la economía Argentina en 2013 y probablemente en los años que siguen, la dinámica de la productividad difícilmente alcance ese guarismo. De este modo la economía argentina enfrentaría un techo a su crecimiento en torno al 3% anual.

Perforar este techo requiere mejoras continuas y genuinas de productividad. Como es sabido, la dinámica de la productividad total de factores está asociada, en el mediano y largo plazo a distintos determinantes, entre los que cabe destacar, entre numerosos factores:

- Entorno macroeconómico, particularmente estabilidad y previsibilidad

- Ambiente de negocios, incluyendo instituciones, pero también un adecuado acceso a infraestructura
- Calidad de la inversión, que permita incorporar nuevas tecnologías al proceso productivo
- Innovación

## En Foco 2

### El empleo privado formal y los precios relativos

- Desde 2008 se generó empleo privado formal a una tasa promedio de 2.7%, guarismo que en el 2007 había sido 8.7%
- La comparación con Brasil indica que, a partir de la crisis internacional, comenzó a abrirse una brecha en la creación de empleo privado formal, de 13 puntos porcentuales a favor del vecino país tomando como base el año 2008
- La dinámica del empleo responde, entre otras cosas, a los precios relativos. Restricciones a los mercados pueden generar distorsiones e incentivos a favor de un mayor uso relativo de factor capital antes que del factor trabajo

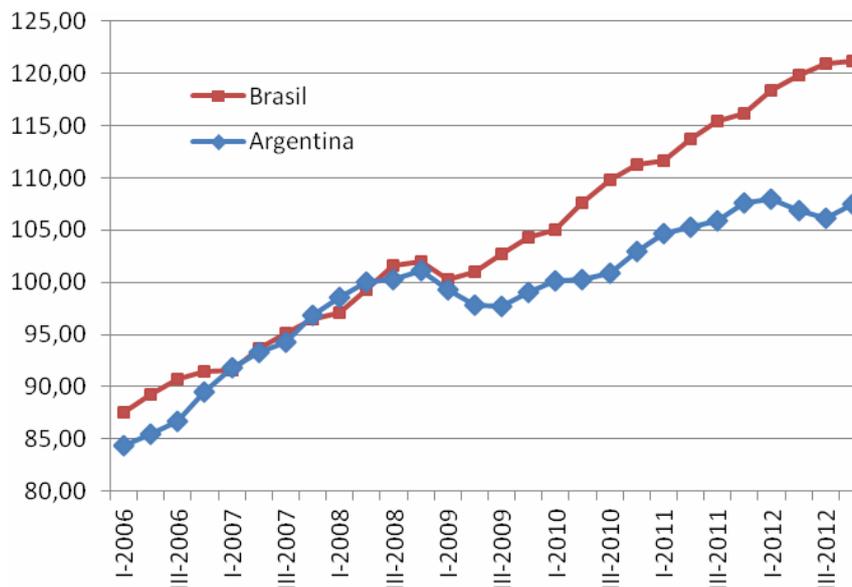
Durante el 2012 Argentina prácticamente mantuvo su stock de empleo privado formal con respecto a los valores que mostró en el 2011, siendo la diferencia de 73 mil empleos en valores absolutos o de 1.45 puntos porcentuales. Basta con revisar la tendencia propia y con comparar con Brasil para llegar a la conclusión que el empleo privado formal ha tenido un desempeño magro.

En cuanto a nuestra tendencia, el stock de empleo formal privado que en el 2007 creció a una tasa interanual promedio de 8.7%, desaceleró después de la crisis internacional presentando una tasa del 2.7% promedio interanual desde que la economía empezó a recuperarse hasta el último trimestre del 2012. Durante los últimos dos trimestres del 2012, la tasa de crecimiento cayó a valores inferiores al 1%.

La comparación con Brasil, por su parte, muestra que a partir del 2009 este país superó nuestra creación de empleo privado formal, abriendo una brecha que se expande desde esa fecha y que hacia el último trimestre del 2012 fue de 13 puntos porcentuales tomando como base el año 2008.

**Stock de empleo privado formal: Argentina y Brasil,**

*Índice base III2006=100*



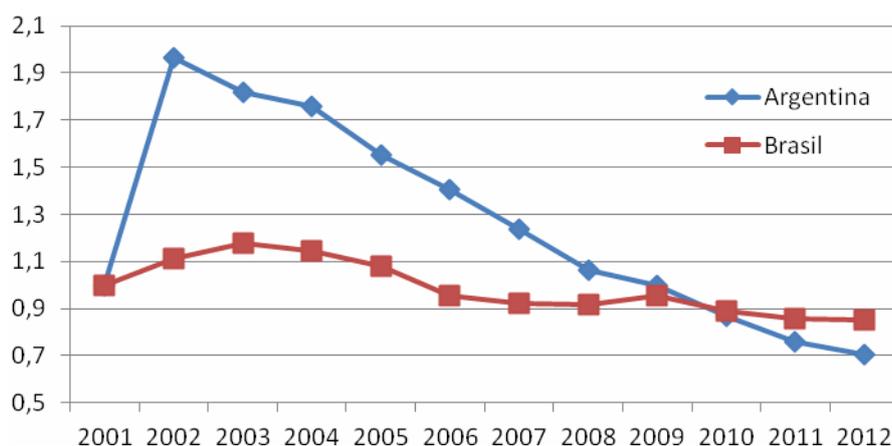
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a SIPA y CAGED.

Si quisiéramos tratar al empleo como cualquier otro bien (aunque no lo sea, desde el punto de vista económico, por su carácter de factor de producción y por las regulaciones específicas que atañen al mercado laboral) podríamos distinguir dos efectos en las variaciones de su demanda. Un primer efecto sería equivalente al “efecto ingreso” de la teoría microeconómica que mide qué parte de su demanda cambia solamente debido al menor ingreso real a partir del aumento de su precio. Un segundo efecto sería equivalente al “efecto sustitución” en el que se mide cuánto de la disminución en la demanda de un bien se debe al cambio en precios relativos del bien en cuestión con respecto a otros bienes. Y aquí debemos prestar especial atención, dado que lo que estamos diciendo es que cambios en precios relativos podrían afectar la cantidad de empleo demandada, y los cambios en precios relativos responden a mucho factores, entre ellos, a las regulaciones que el gobierno ponga en práctica.

Por lo tanto si, por ejemplo, los salarios suben más que el precio del capital, los empresarios tienen incentivos para sustituir empleados por maquinaria.

### Precios implícitos del capital relativo a salarios,

Índices base 2001=100

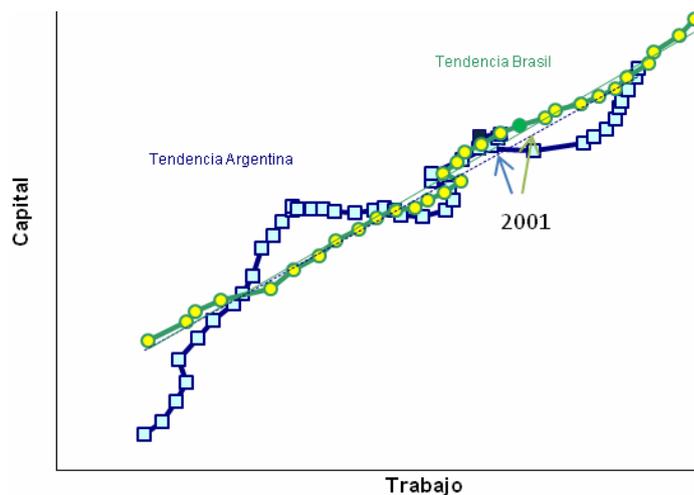


Fuentes: IERAL de Fundación mediterránea en base a IPEAdata, SIPA e INDEC.

Para Argentina, después de la crisis del 2001 (en la que la devaluación hizo subir fuertemente el precio del capital), el salario creció sistemáticamente a mayor tasa que los precios implícitos de los bienes de capital. En el 2008 la relación era la misma que antes de la crisis y el salario siguió ganándole al precio del capital hasta llegar a una relación de 0.7 tomando como base al año 2001. Es decir, el costo de invertir en una máquina se ha reducido un 30% en términos de salarios. La observación de la variabilidad en precios relativos debería verse reflejada en la evolución de los stocks de ambos factores, a favor del capital y en detrimento del trabajo para el caso Argentino.

Brasil, que presenta menos variabilidad también debería evolucionar a favor del capital pero en menor medida que Argentina, lo que nos llevaría a pensar en un sendero de stocks de empleo y de capital mucho más parejo (o más cercano a su tendencia).

### Evolución del logaritmo natural de stocks de Empleo y Capital



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC e IPEAdata.

El gráfico corrobora lo que insinúan los precios relativos: para Argentina la variabilidad de la evolución en stocks de empleo y capital es y fue desde 1986 mucho mayor que la del país vecino. Esta diferencia estructural genera que en nuestro país se observen períodos de fuerte crecimiento del stock de capital sucedidos por períodos de fuerte crecimiento del factor trabajo. En caso que la Argentina se vea obligada a devaluar su moneda, el aumento del precio relativo del capital puede ser significativo, por lo que el péndulo se desplazaría nuevamente hacia abaratar el precio relativo de los salarios, como se observó en el país entre el 2002 y el 2004. Brasil es menos volátil en sus precios relativos, sostiene el sendero de evolución de stocks y existe la posibilidad de que por esta misma razón pueda sostener el empleo...

Como se ve, el análisis de la dinámica del empleo en el país no puede dissociarse de la marcha de los precios relativos y de cuán cerca o cuán lejos se encuentren estos del sendero de equilibrio.

## En Foco 3

### **El menor dinamismo exportador y crecientes necesidades de importación de combustibles reducen el superávit comercial**

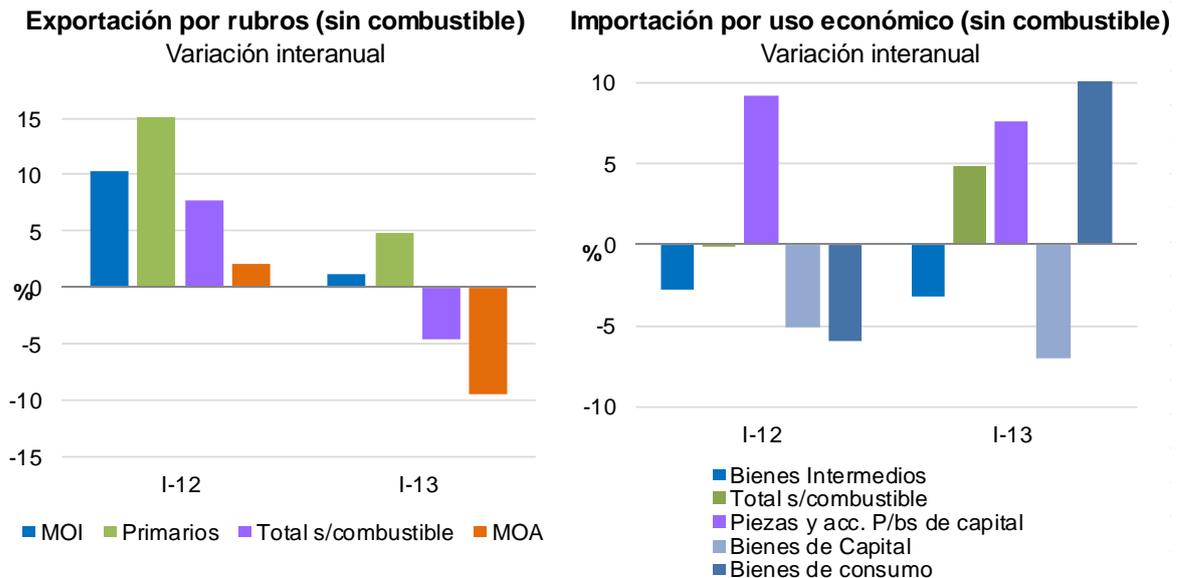
- El saldo de la balanza comercial se ubicó en US\$ 10.979 millones en el acumulado de doce meses a marzo, una merma de US\$ 1.578 millones en relación al resultado de 2012
- El fenómeno ocurre tanto por una caída en las exportaciones como un aumento en las importaciones. Sin considerar combustibles, la variación en compras y ventas fue prácticamente nula
- La balanza energética alcanzó un saldo negativo record de US\$ 4.282 millones en el acumulado de 12 meses a marzo, con importaciones que ya superan los US\$ 10.000 millones por año

En línea con la tendencia observada en los últimos meses, la balanza comercial arrojó un saldo positivo aunque deteriorado en el primer trimestre de 2013 que se caracterizó por un menor dinamismo exportador y crecientes necesidades de importación de combustible y energía. En particular, al comparar los últimos doce meses a marzo de 2013 con el acumulado en 2012, el saldo comercial pasó de un valor de US\$ 12.557 millones a US\$ 10.979 millones (-12,6%), reflejando como el primer trimestre del año recortó en US\$ 1.578 millones el superávit en términos anuales.

En el primer trimestre, las exportaciones cayeron un 2,5% interanual, mientras las importaciones crecieron 4,9% interanual, luego de sucesivas caídas durante todo el 2012. Dada la importante influencia que ejerce la condición actual del sector energético en la balanza comercial, se analizarán primero los resultados excluyendo combustibles para luego poner foco en este sector.

Las exportaciones sin combustibles aumentaron un modesto 0,4% interanual en el primer trimestre. Las manufacturas de origen agropecuario (MOA) acentuaron la merma al registrar un descenso de 6,5% que se explicó por una baja en el volumen, ya que se evidenció un aumento en los precios. En tanto, la venta de productos

primarios creció 7,6% como consecuencia de un aumento en sus precios, mientras las manufacturas de origen industrial (MOI) registraron un incremento de 1,8% debido a mayores cantidades vendidas. Al comparar cada uno de los grandes rubros con el dinamismo evidenciado en el primer trimestre de 2012, las cifras muestran una clara desaceleración.



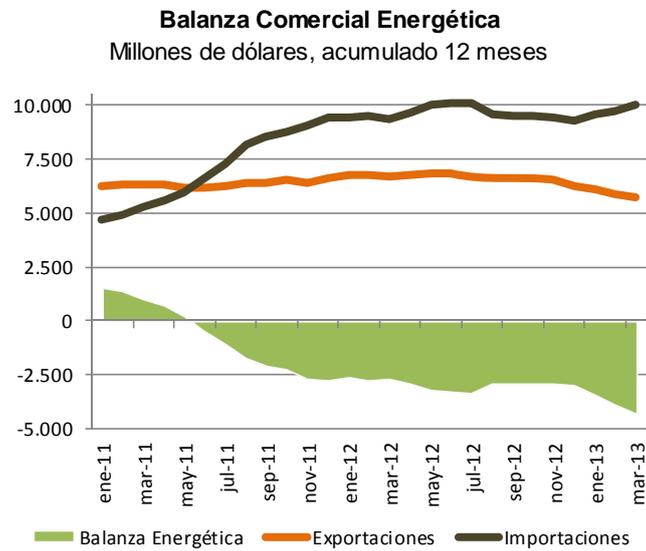
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Por el lado de las importaciones, la variación interanual en el primer trimestre fue prácticamente nula al no considerar las compras de combustibles. El rubro que más contribuyó de manera positiva en las importaciones sin combustibles fueron los bienes de consumo que aumentaron 11,2% interanual revirtiendo su signo luego de sucesivas caídas en 2012. Adicionalmente, las piezas y accesorios para bienes de capital también revirtieron su signo (+4,3%), aunque teniendo en cuenta la caída de 3,6% en bienes de capital, se compensa el incremento casi en su totalidad. Por último, los bienes intermedios cayeron 3,3%, mientras la importación de automotores descendió 3,8%, valor que se compara con el incremento de 37,2% y 8,9% registrados en 2011 y 2012 respectivamente para igual período.

### Balanza Energética

El persistente déficit de la balanza energética se acentúa con un nuevo record de US\$ 4.282 millones en el acumulado en doce meses a marzo. Las importaciones de combustibles y energía acumularon US\$ 10.021 millones en los últimos doce meses, producto de un fuerte incremento de 56,7% interanual en el primer trimestre. Mientras, las exportaciones se ubicaron en los US\$ 5.739 millones (acumulado de doce

meses), con una caída de 30,2% en el primer trimestre que refleja una desaceleración cada vez mayor en las ventas.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

## En Foco 4

### El Banco Central no logra pasar a terreno positivo en el resultado neto de la compra-venta de divisas

- A pesar de las liquidaciones de dólares de la agroindustria, el acumulado de cuatro semanas muestra una diferencia negativa en 1,8 mil millones de dólares en la compra-venta neta del Central
- En igual período de 2012, el resultado negativo había sido de 680 millones de dólares
- El drenaje de las reservas también se explica por el retiro de depósitos en dólares del sistema bancario y por los pagos de deuda pública

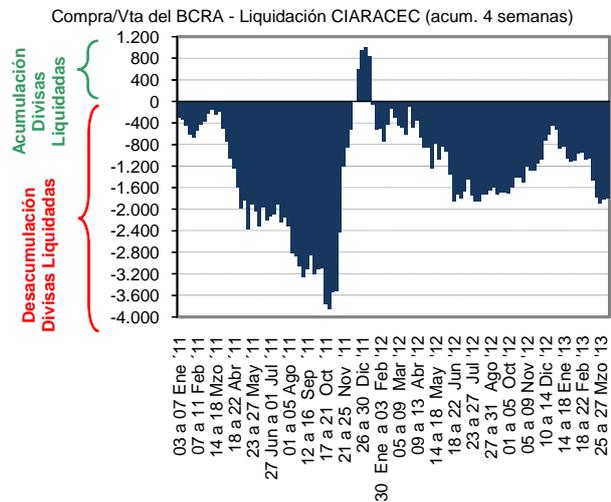
Con datos hasta el 12 de abril, el proxy de fuga de capitales construido por IERAL se pública en torno a US\$ 1.800 millones mensuales. A pesar de los sucesivos controles introducidos en el mercado cambiario, la fuga de capitales prácticamente triplica los guarismos registrado el idéntica época del año pasado. En este contexto, las Reservas Internacionales del BCRA continúan mermando y oscilan en torno a 40 mil millones de dólares.

A partir de los datos de liquidación de divisas del un sector agroexportador representativo dela economía local y de la compra-venta de dólares por parte del Central, se ha construido un indicador que permite tener una idea de la posibilidad acumulación -o no- de esas divisas liquidadas, en forma de reservas internacionales en el Banco Central. En este sentido, el indicador refleja la diferencia entre la liquidación de divisas por parte de exportadores e industriales de aceite y cereales, y la compra/venta de dólares por parte de la Autoridad Monetaria.

Con datos hasta mediados del corriente mes, se tiene que el proxy de la fuga de capitales mensual construido, se ubicó en torno a -US\$ 1.798 millones, un volumen apenas 5% por debajo del saldo negativo registrado hacia fines de marzo, aunque más de 60% por encima de los saldos negativos de enero y febrero pasados. En este sentido, el gráfico adjunto refleja esta aceleración.

Como se hiciera referencia en informes anteriores, a pesar del "perfeccionamiento" de las restricciones cambiarias, se registra una creciente dificultad del Central para evitar las múltiples filtraciones que ocurren a partir de la vigencia del actual esquema cambiario. Así, la cifra negativa contabilizada en las últimas semanas es significativamente superior a la registrada en igual época de años anteriores. En este sentido, los -US\$ 1.800 millones registrados ahora; se deban comparar con - US\$ 680 millones registrado a mediados de abril de 2012, los - US\$ 1.062 millones de 2011 y los - US\$ 949 de 2010.

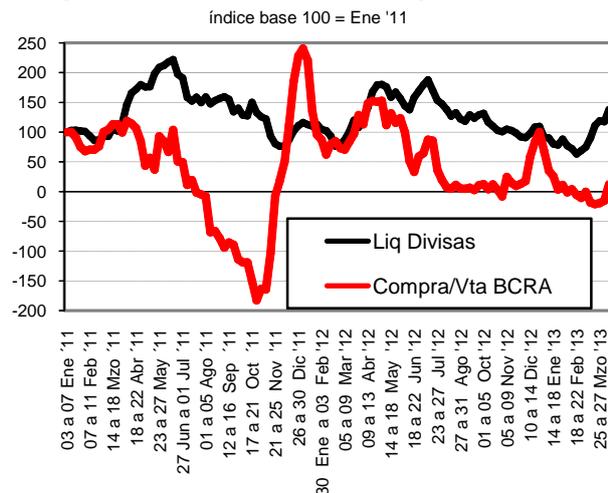
**Compra/Venta de divisas "netas" del BCRA**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos CiaraCec y BCRA

La dinámica detrás de este fenómeno, radica en que durante el período de liquidación de divisas habitual, el Central no logra realizar las compras netas de divisas que le permitan engrosar las Reservas. Como refleja el gráfico, para un índice con base 100 en enero de 2011, la liquidación de divisas crece -como lo hace habitualmente entre los meses de marzo y junio de cada año-; mientras que las compras netas del BCRA se mantienen estancadas.

**Liquidación de Divisas vs. Compra/Vta BCRA**

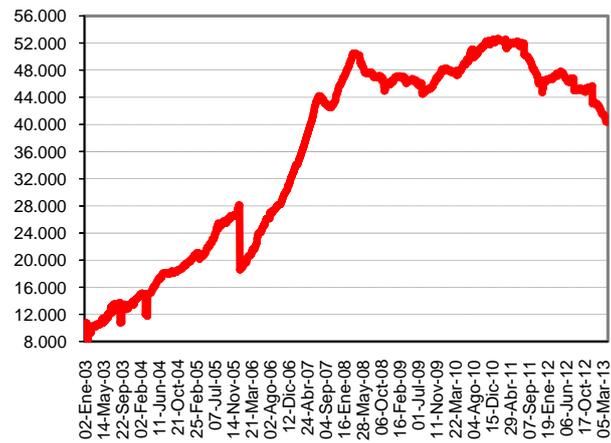


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos CiaraCec y BCRA

Ahora bien, en conjunto estos comportamientos hacen que el goteo sea permanente. Hoy las Reservas en el BCRA se ubican en torno a US\$ 40.000 millones; el mínimo nivel registrado desde hace 72 meses (mayo de 2007). Adicionalmente, si se observa la evolución de las Reservas, se tiene que en lo que va de 2013, han caído en US\$ 2.964 millones. Variación que se explica mayoritariamente por los US\$ 1.229 millones de caída en los encajes de Efectivo Mínimo y las Operaciones del Sector Público que insumieron US\$ 995 millones.

**Reservas Internacionales BCRA**

en millones de dólares US\$



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

## En Foco 5

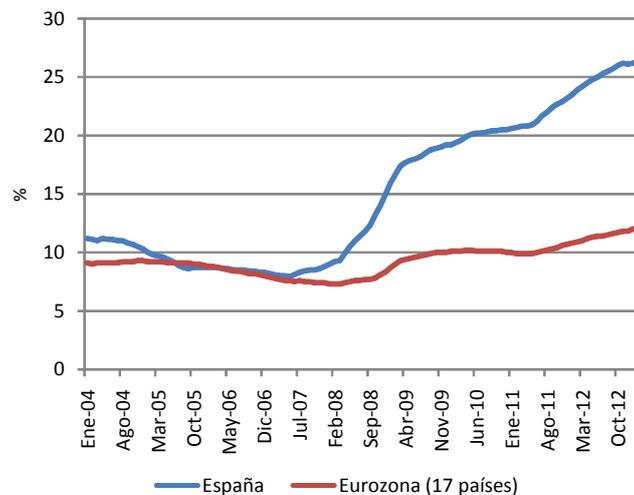
### Internacional: Eurozona ¿una luz al final del túnel?

- Países como España, que presentaban grandes desequilibrios en sus cuentas externas, ahora pasan a terreno positivo en la cuenta corriente del balance de pagos
- Sin embargo, la situación es frágil, en parte porque el ajuste ha disparado la tasa de desempleo
- En la mayoría de los países la deuda pública sigue aumentando como proporción del PIB; sin embargo, los indicadores de riesgo-país mejoran

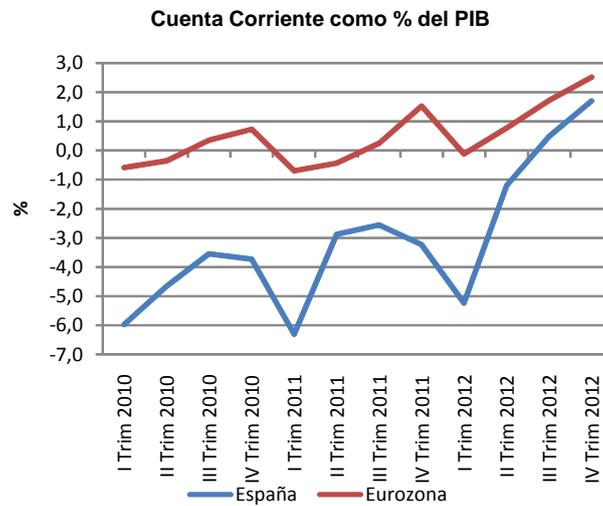
Tal vez el título peque de alentador, y la luz al final del túnel sólo sea un espejismo. Optimismo en los mercados, primas de riesgo en descenso en economías que, como España, todavía transitan una recesión. Pero también es cierto que algunas "tareas" que necesitaban hacerse se están cumpliendo. Es el caso de España, que registró un fuerte ajuste de la cuenta corriente en 2012, pasando de un déficit de 3,2% del PIB en el cuarto

trimestre de 2011 a un superávit de 1,7% a fines de 2012, ¡y esto sin devaluación! El ajuste se hizo a través del empleo y salarios: mientras la tasa de desempleo en la Eurozona llegó a 12% en febrero de este año, en España trepó hasta 26,2%. De todas formas, el alto nivel de desempleo refleja en parte el costo del ajuste, pero también problemas de funcionamiento del mercado de trabajo, que carece de flexibilidad para facilitar la formalización del trabajo no registrado. A esta compleja situación se suma un escenario político deteriorado, que limita la capacidad de acción del gobierno de Rajoy.

**Desempleo: En España la tasa de desempleo duplica el desempleo de la Eurozona**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat



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

La reducción del déficit de cuenta corriente español se dio principalmente por una caída del déficit comercial y del déficit de rentas. El déficit comercial se contrajo desde 46,3 mil millones de euros en 2011 a 30,8 mil millones en 2012, como consecuencia de un incremento del 3,8% en las exportaciones y una contracción del 2,8% de las importaciones. Las importaciones comenzaron a contraerse en el último trimestre de 2012. En enero de este año parecían cambiar el rumbo, pero en febrero volvieron al terreno contractivo; mientras tanto las exportaciones continúan creciendo pero desaceleran su ritmo.

Las cuentas del sector público han mejorado en términos globales para la Eurozona, pasando de un déficit de 4,2% del PIB en 2011 a -3,7% en 2012. Los resultados de Alemania, Irlanda, Francia e Italia dan cuenta de un ajuste, diferenciándose de España, Grecia y Portugal que muestran un deterioro de sus cuentas públicas. En España, el déficit público pasó de 9,4% del Producto a 10,6%, y Grecia muestra una evolución y un nivel prácticamente similar. Portugal se diferencia: habiendo logrado achicar su déficit a menos de la mitad en tan sólo un año, entre 2010 y 2011 (desde 9,8% del PIB Producto hasta 4,4%) en 2012 verificó un rebote y ahora la diferencia entre ingresos y gastos se ubica en 6,4% de su Producto.

**Cuentas públicas. Eurozona y países seleccionados**

	2009	2010	2011	2012
<b>Eurozona</b>	<b>-6.4</b>	<b>-6.2</b>	<b>-4.2</b>	<b>-3.7</b>
Bélgica	-5.6	-3.8	-3.7	-3.9
Alemania	-3.1	-4.1	-0.8	0.2
Irlanda	-13.9	-30.8	-13.4	-7.6
Grecia	-15.6	-10.7	-9.5	-10.0
España	-11.2	-9.7	-9.4	-10.6
Francia	-7.5	-7.1	-5.3	-4.8
Italia	-5.5	-4.5	-3.8	-3.0
Holanda	-5.6	-5.1	-4.5	-4.1
Portugal	-10.2	-9.8	-4.4	-6.4

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat

La deuda pública de toda la región se ubica en 90,6% del Producto regional, con incremento en prácticamente todos los países de la región. La excepción es Grecia que, habiendo alcanzado una relación deuda/PIB de 170% en 2011, verificó un ratio de 157% en 2012. En el otro extremo, España y Portugal registraron incrementos equivalentes a 15 puntos de sus respectivos Productos en el último año.

**Deuda Pública en % del PIB - Año 2012**

<b>Eurozona y países seleccionados</b>	
<b>Eurozona</b>	<b>90.6</b>
Bélgica	99.6
Alemania	81.9
Irlanda	117.6
Grecia	156.9
España	84.2
Francia	51.7
Italia	127.0
Holanda	71.2
Portugal	123.6

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat

## Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 1993 (\$ mm)	2012 IV	484.212,6	1,3%	2,1%	1,9%
PIB en US\$ (\$ mm)	2012 IV	483.027,9	-	5,6%	6,9%
EMAE	feb-13	186,2	0,3%	2,3%	2,8%
IGA-OJF (1993=100)	mar-13	172,1	1,0%	0,8%	0,7%
EMI (2006=100)	feb-13	117,3	-1,6%	-4,4%	-2,2%
IPI-OJF (1993=100)	mar-13	184,7	3,0%	1,0%	0,4%
Servicios Públicos	feb-13	222,6	0,6%	7,0%	7,1%
Patentes	mar-13	76.999,0	-	-6,7%	-4,5%
Recaudación IVA (\$ mm)	mar-13	18.358,2	-	33,6%	30,8%
ISAC	feb-13	169,2	3,1%	1,0%	-0,5%
Importación Bienes de Capital (volumen)	mar-13	-	-	9,0%	1,0%
IBIF en \$ 1993 (\$ mm)	2012 IV	113.856,3	-3,1%	-1,9%	-4,9%
		<b>2012 IV</b>	<b>2012 III</b>	<b>2011 IV</b>	<b>2011 IV</b>
IBIF como % del PIB		23,5%	25,1%	24,5%	24,5%

\* La variación con respecto al último período toma datos desestacionalizados

\*\* La variación acumulada toma la variación desde enero hasta el último dato contra igual período del año anterior

MERCADO DE TRABAJO	Fecha	Dato	var	var% a/a	Acumulado
PEA (en miles de personas)	2012 IV	11.767	-1,0%	1,4%	0,8%
PEA (% de la población total)	2012 IV	46,3%	-0,60 pp	0,20 pp	0,00 pp
Desempleo (% de la PEA)	2012 IV	6,9%	-0,70 pp	0,20 pp	0,01 pp
Empleo Total (% de la población total)	2012 IV	43,1%	-0,20 pp	0,10 pp	0,00 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2012 III	35,5%	1,00 pp	1,20 pp	0,00 pp
Recaudación de la Seguridad Social	mar-13	16.805	-	31,1%	31,1%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2012 IV	142,5	-2,1%	15,9%	20,7%
Brasil	2012 IV	122,1	21,8%	-0,8%	-3,1%
México	2012 IV	128,1	9,3%	7,9%	-3,1%
Estados Unidos	2012 IV	108,0	0,1%	3,4%	0,4%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	mar-13	60.278,4	-	24,6%	25,8%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	mar-13	14.747,8	-6,3%	29,3%	28,6%
Gasto (\$ mm)	dic-12	63.681,1	31,1%	29,1%	29,0%
		<b>dic-12</b>	<b>ene-dic 12</b>	<b>dic-11</b>	<b>ene-dic 11</b>
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-33.148,9	-55.563,4	-22.354,0	-30.662,9
Pago de Intereses (\$ mm)		22.103,1	51.189,8	14.241,4	35.583,5
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		2.037,7	10.609,9	241,4	10.455,3
ANSES (\$ mm) *		2.491,5	16.266,1	3.951,9	11.154,2
		<b>mar-13</b>	<b>ene-mar 13</b>	<b>mar-12</b>	<b>ene-mar 12</b>
Adelantos Transitorios BCRA *		0,0	0,0	1.800,0	3.450,0
		<b>2012 IV</b>	<b>2012 III</b>	<b>2012 II</b>	<b>2012 I</b>
Recaudación Tributaria (% PIB) **		31,5%	32,8%	29,8%	31,7%
Gasto (% PIB) **		27,8%	26,0%	23,6%	25,0%

\* Los datos hacen referencia al flujo mensual

\*\* El ratio toma el PIB publicado por las estadísticas oficiales

PRECIOS	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Inflación (San Luis, 2003=100)	mar-13	454,8	2,5%	23,8%	24,1%
Salarios (abril 2012=100)*	feb-13	118,0	0,7%	-0,7%	-0,3%
TCR Bilateral (1997=100)	mar-13	119,2	-0,5%	-4,5%	-5,3%
TCR Multilateral (1997=100)	feb-13	134,5	0,7%	-7,7%	-7,3%
		<b>25-abr-13</b>	<b>mar-13</b>	<b>31-dic-12</b>	<b>abr-12</b>
TCN Oficial (\$/US\$)		5,19	5,08	4,93	4,41
TCN Brecha		75,9%	59,7%	31,4%	12,9%
TCN Real (R\$/US\$)		2,02	1,99	2,05	1,85
TCN Euro (US\$/€)		1,30	1,30	1,32	1,32

\* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	abr-13	304.360,0	-0,6%	38,4%	37,3%
Depósitos (\$ mm)	abr-13	666.179,3	-0,1%	28,9%	28,1%
Sector Público No Financiero	abr-13	224.605,0	1,4%	36,8%	27,3%
Sector Privado No Financiero	abr-13	439.468,0	-0,8%	25,6%	28,9%
Créditos (\$ mm)	abr-13	442.018,5	0,2%	29,9%	29,8%
Sector Público No Financiero	abr-13	36.866,6	-0,2%	24,4%	25,9%
Sector Privado No Financiero	abr-13	395.087,8	0,2%	30,9%	30,7%
	<b>Fecha</b>	<b>Dato</b>	<b>mar-13</b>	<b>31-dic-12</b>	<b>abr-12</b>
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	12-abr-13	40.326,0	47.202,4	43.290,0	51.677,8
Ratio de cobertura de las reservas	12-abr-13	68,2%	70,2%	69,3%	95,0%
Tasa de interés Badlar PF	23-abr-13	15,1%	14,9%	15,4%	12,2%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	27-mar-13	33,7%	33,9%	34,2%	35,1%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	27-mar-13	19,5%	19,8%	19,3%	19,7%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	24-abr-13	278	282	248	331
EMBI+ Argentina	24-abr-13	1.182	1.213	991	962
EMBI+ Brasil	24-abr-13	174	181	142	185
Tasa LIBOR	24-abr-13	0,20%	0,20%	0,21%	0,24%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	23-abr-13	0,15%	0,14%	0,09%	0,14%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	23-abr-13	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
SELIC (Brasil)	24-abr-13	7,40%	7,15%	9,35%	7,29%
	<b>Fecha</b>	<b>Dato</b>	<b>var% ***</b>	<b>var% a/a ****</b>	<b>Acumulado</b>
Índice Merval	24-abr-13	3.603,4	4,14%	36,83%	22,47%
Índice Bovespa	24-abr-13	54.984,0	-3,62%	0,24%	-9,47%

\* La variación se hace contra el dato registrado una semana antes

\*\* Para el cálculo del último dato se toma un promedio ponderado de los últimos 5 días hábiles

\*\*\* La variación toma los últimos 20 días hábiles contra el mismo período inmediatamente anterior

\*\*\*\* La variación interanual toma los últimos 20 días hábiles contra el mismo período del año anterior

SECTOR EXTERNO	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Exportaciones (US\$ mm)	mar-13	5.968,0	3,9%	-3,7%	-4,5%
Primarios	mar-13	1.688,0	17,8%	12,2%	4,9%
MOA	mar-13	1.633,0	-14,9%	-14,3%	-9,8%
MOI	mar-13	2.196,0	4,6%	-1,8%	1,2%
Combustibles	mar-13	451,0	55,0%	-17,9%	-30,2%
Exportaciones (volumen)	mar-13	-	-	-6,0%	-6,0%
Importaciones (US\$ mm)	mar-13	5.458,0	4,5%	5,0%	4,9%
Bienes Intermedios	mar-13	1.460,0	-2,9%	-6,4%	-3,2%
Bienes de Consumo	mar-13	615,0	4,4%	23,5%	11,1%
Bienes de Capital	mar-13	867,0	-3,2%	-1,0%	-7,0%
Combustibles	mar-13	812,0	36,0%	64,5%	56,7%
Importaciones (volumen)	mar-13	-	-	3,0%	2,0%
Términos de Intercambio	2012 IV	162,0	5,7%	8,8%	-0,8%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	mar-13	171,2	-2,9%	-2,5%	1,0%
Índice Commodities Banco Mundial (2005=100)					
Alimentos	mar-13	203,7	-0,7%	-2,9%	0,6%
Energía	mar-13	183,8	-4,2%	-11,9%	-6,4%
Petróleo (US\$/barril)	mar-13	92,9	-2,5%	-12,5%	-8,3%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2012 IV	15.829,0	0,0%	1,5%	2,2%
Brasil	2012 IV	2.271,4	1,6%	1,4%	0,9%
Unión Europea	2012 IV	17.274,7	-0,5%	-0,6%	-0,6%
China	2012 IV	10.624,4	2,0%	7,8%	7,8%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	feb-13	129,3	-0,7%	1,7%	2,3%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	feb-13	120,6	0,5%	1,4%	1,4%

\* Se toma la variación real desestacionalizada

\*\* La variación interanual toma el PIB constante

DATOS REGIONALES	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Patentes					
CABA y Buenos Aires	mar-13	38.928,0	-	-4,5%	1,2%
Región Pampeana	mar-13	16.546,0	-	-6,1%	-1,5%
NOA	mar-13	4.650,0	-	-16,9%	-7,9%
NEA	mar-13	5.572,0	-	-11,8%	-6,9%
Cuyo	mar-13	5.083,0	-	-6,9%	0,5%
Región Patagónica	mar-13	6.220,0	-	-8,8%	-4,2%
Consumo de Cemento (tn)					
CABA y Buenos Aires	2012 IV	1.079,2	3,6%	-11,3%	-8,0%
Región Pampeana	2012 IV	605,8	-0,7%	-14,1%	-14,2%
NOA	2012 IV	242,8	-1,3%	-4,1%	-4,1%
NEA	2012 IV	268,8	-5,8%	-1,2%	-2,8%
Cuyo	2012 IV	281,3	5,9%	-4,4%	-2,6%
Región Patagónica	2012 IV	210,2	15,8%	-7,0%	-7,5%