



Informe de Coyuntura del IERAL

Año 22 - Edición N° 803 – 18 de Julio de 2013

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

¿Qué puede ocurrir con la inflación?

En Foco 1 – Augusto Terracini

Los cambios en la estructura productiva argentina (a favor del sector servicios)

En Foco 2 – Eliana Miranda

Internacional: una recuperación muy despareja que no admite errores de Bernanke

En Foco 3 – Joaquín Berro Madero

Se moderan las perspectivas de flujos de capitales privados hacia economías emergentes

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: 3

¿Qué puede ocurrir con la inflación?

- En el cortísimo plazo, se tiene la paradoja de una desaceleración en el ritmo de emisión monetaria con aceleración en la inflación mensual (datos preliminares de junio)
- Sin embargo, en el mediano y largo plazo, hay una correlación estrecha entre emisión e inflación, tal como lo prueba la propia experiencia argentina
- Un factor clave para predecir la marcha de la inflación es la velocidad de circulación del dinero. En el primer semestre de 2013 se observó una caída en la velocidad, lo que restó varios puntos porcentuales a la inflación, pero el gobierno no debería confiarse, dada la volatilidad de esta variable

En Foco 1: 9

Los cambios en la estructura productiva argentina (a favor del sector servicios)

- En el período 1998-2012 se observaron algunos cambios estructurales en lo que se refiere a la participación de cada sector en la economía, con disminución de las actividades transables y expansión de algunos servicios
- Aunque la devaluación de 2002 mejoró los precios relativos para los sectores transables, esto no se trasladó proporcionalmente a las inversiones y al dinamismo de estas actividades. Los precios implícitos también muestran un notable abaratamiento relativo del sector Electricidad, Gas y Agua, con fuertes incentivos a la demanda
- Considerando solo el empleo formal, se observan significativos avances en la participación de la Administración Pública, de Servicios Profesionales y de Actividades Inmobiliarias

En Foco 2: 17

Internacional: una recuperación muy despareja que no admite errores de Bernanke

- Estados Unidos ya crea empleos a un ritmo de 2,3 millones de puestos por año, pero preocupan las turbulencias asociadas al retiro gradual de estímulos monetarios, proceso que podría comenzar en setiembre
- La Eurozona, por su parte, continúa en terreno negativo. Indicadores líderes anticipan recuperación en el margen, pero esto recién podrá confirmarse en el transcurso del segundo semestre
- China parece encarrilarse a un crecimiento en torno de 7% anual, pero este escenario está condicionado por la delicada situación del mercado crediticio

En Foco 3: 20

Se moderan las perspectivas de flujos de capitales privados hacia economías emergentes

- Los flujos privados globales, que pasaron de menos de US\$ 200 mil millones en 2002 a un pico de US\$ 1.242 mil millones en 2007, se proyectan en US\$ 1.112 mil millones para el año que viene
- Por un lado, se espera la eliminación progresiva de las políticas monetarias laxas de años anteriores y, por el otro, las economías emergentes revisan a la baja sus perspectivas de crecimiento
- En este contexto, para América Latina se espera una moderación del ingreso de capitales y un aumento de los flujos de salida

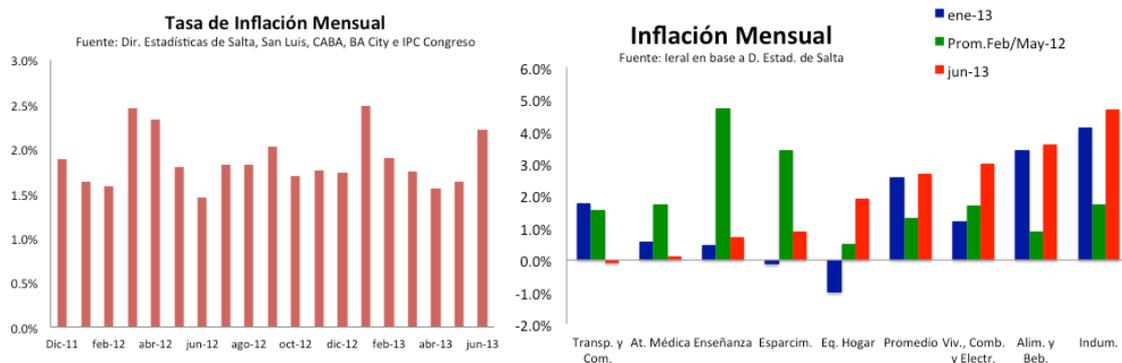
Selección de Indicadores: 23

Editorial

¿Qué puede ocurrir con la inflación?

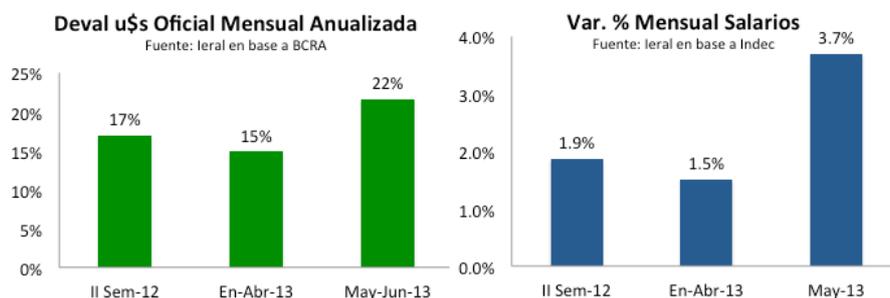
- En el cortísimo plazo, se tiene la paradoja de una desaceleración en el ritmo de emisión monetaria con aceleración en la inflación mensual (datos preliminares de junio)
- Sin embargo, en el mediano y largo plazo, hay una correlación estrecha entre emisión e inflación, tal como lo prueba la propia experiencia argentina
- Un factor clave para predecir la marcha de la inflación es la velocidad de circulación del dinero. En el primer semestre de 2013 se observó una caída en la velocidad, lo que restó varios puntos porcentuales a la inflación, pero el gobierno no debería confiarse, dada la volatilidad de esta variable

De acuerdo a las primeras estimaciones disponibles¹ de la inflación mensual de junio, el ritmo de crecimiento de los precios se habría acelerado, volviendo a niveles similares al andarivel de principios de año.

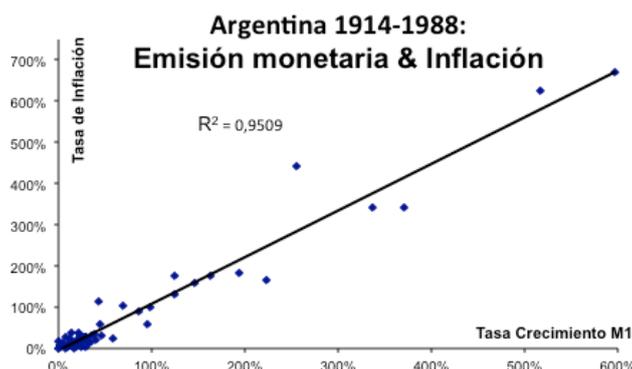


Las causas inmediatas de esta aceleración pueden ser varias: descongelamiento de precios (es notorio el crecimiento de la inflación en Alimentos y Bebidas), una mayor tasa de devaluación del dólar oficial y del crecimiento de los salarios, etc.

¹ IPC Congreso, Dirección de Estadísticas de Salta y Buenos Aires City.



Si bien todos estos fenómenos son importantes a la hora de analizar la evolución de la inflación, a largo plazo los determinantes de mayor relevancia para explicar este proceso pasan por la dinámica del mercado monetario. Prueba de ello es el siguiente gráfico donde la emisión monetaria explica casi la totalidad de la inflación registrada en dicho período (datos entre 1914 y 1988).

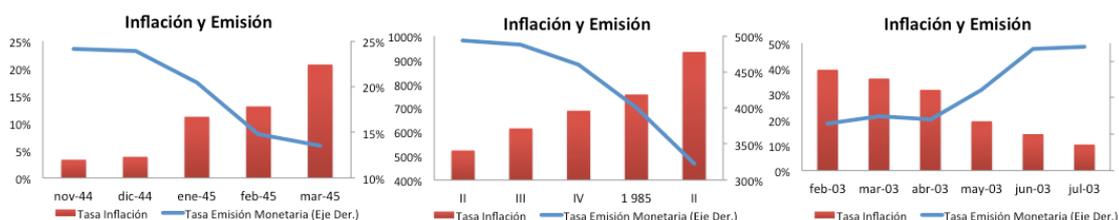


La relevancia de la emisión monetaria no sólo se presenta en períodos tan largos como el utilizado en el gráfico anterior. En períodos más cortos también puede apreciarse una significativa influencia de la emisión monetaria sobre la tasa de crecimiento del nivel de precios promedio de la economía. Como puede observarse en el siguiente gráfico, en los últimos 6 años, cada vez que se acelera (desacelera) la emisión monetaria al poco tiempo la inflación también crece (cae). Sin embargo, en los últimos meses se observa un escenario un tanto atípico ya que, luego de una marcada desaceleración en la emisión monetaria², la tasa de inflación en términos anuales no sólo no ha caído, sino que podría estar aumentando.

² La marcada desaceleración en la expansión monetaria se explica fundamentalmente por el menor excedente de divisas que compra el Banco Central. En el primer semestre del 2012, la autoridad monetaria emitió pesos por este componente a un ritmo promedio mensual de \$10.774 millones, mientras que en el mismo período del presente año lo hizo por solamente \$ 2.232 millones.



Este fenómeno si bien no es el más común, tampoco es completamente nuevo en la evidencia empírica de nuestro país. Como puede comprobarse en los siguientes gráficos, en otros períodos (de corta duración) también se ha observado esta relación negativa entre la tasa de inflación y la emisión monetaria.



La explicación de este tipo de procesos resulta muy importante porque saca a la luz uno de los riesgos latentes que presenta actualmente la economía de nuestro país.

La antigua y clásica “Teoría Cuantitativa de la Inflación” (Irving Fisher 1911)³ permite explicar tanto la relación casi de uno a uno entre emisión monetaria e inflación (Argentina entre 1914-88) como la relación negativa registrada en los últimos ejemplos. Esta teoría sostiene que las transacciones de una economía se realizan con los medios de pagos existentes (dinero \$) multiplicados por la velocidad a la que circulan los mismos. Utilizando el PBI nominal como variable “para aproximar” el nivel de transacciones de una economía, esta teoría puede ser presentada formalmente a través de la siguiente ecuación:

³ Irving Fisher (1911), “Purchasing Power of Money: Its determination and relation to credit, interest and crises”, http://oll.libertyfund.org/index.php?option=com_staticxt&staticfile=show.php%3Ftitle=1165&layout=html

$$M * V = P * Q$$

$$P = M \left(\frac{V}{Q} \right)$$

donde M es la cantidad de dinero, V es su velocidad de circulación y P*Q es el PBI nominal (P es el nivel de precios y Q la producción en términos reales). De esta forma y siguiendo el postulado de esta teoría, el nivel de precios promedio (P) crece proporcionalmente al ritmo de la cantidad de dinero (M) y de la velocidad de circulación del mismo (V) pero se reduce a medida que crece la producción de la economía (Q).

Dicha teoría también puede plantearse en términos de tasas de crecimiento de la siguiente forma:

$$\text{Inflación} = \text{Emisión Monetaria} + \text{Var\% Velocidad } \$ - \text{Crecimiento Economía}$$

Utilizando la anterior fórmula, es fácil observar que cuando la velocidad de circulación del dinero crece a un ritmo similar a la expansión de la economía (o cuando ambas no varían), la tasa de inflación es igual a la tasa de emisión monetaria. La intuición de este resultado es muy fácil de apreciar con un simple ejemplo teórico:

Si en una economía con una producción fija de solamente 1 producto, por ejemplo 4 tomates, hay solamente \$ 100, cada tomate se podrá intercambiar por \$ 25. Si ahora la cantidad de pesos en esta economía se duplica (pasa de \$100 a \$ 200), pero la cantidad de tomates sigue siendo 4, ahora cada tomate se intercambiará por \$ 50. Es decir, al duplicarse la cantidad de pesos, el nivel de precios también se multiplicó por dos.

En muchos casos de la vida real, el ejemplo anterior presenta dos problemas. Por un lado, las economías muchas veces presentan expansiones o contracciones en sus niveles de producción. Por otro lado, dependiendo de la conveniencia para los individuos, los mismos pesos pueden utilizarse para realizar más de una transacción. Nuevamente, puede utilizarse una ilustración teórica para comprender mejor este último efecto:

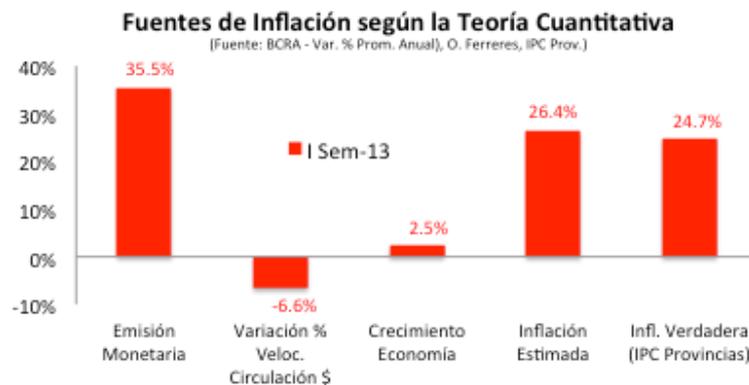
Suponga que ahora que los pesos son utilizados para realizar 2 transacciones en vez de 1 sola (una persona compra un bien, el que lo vende recibe los pesos y con esos \$, nuevamente compra bienes). En este caso, aún cuando la cantidad de pesos no cambie, los precios también suben un 100%.

$$(P=M.V/Q; \quad \text{antes: } P=100*1/4=25; \quad \text{ahora: } P=100*2/4=50).$$

$$\text{Inflación} = \text{Emisión Monetaria} + \text{Var\% Velocidad \$} - \text{Crecimiento Economía}$$

De esta forma, teniendo en cuenta los cambios tanto en el nivel de producción como en la velocidad de circulación del dinero, es claro que la tasa de emisión monetaria puede desacelerarse y al mismo tiempo subir la tasa de inflación como ocurría en los ejemplos citados anteriormente.

Si bien la Teoría Cuantitativa de la inflación es útil para entender por qué puede bajar la emisión monetaria y acelerarse la inflación, es necesario también analizar si las estimaciones implícitas de dicha teoría se corresponden con la inflación registrada en la realidad. En el siguiente cuadro se presenta la evolución de los distintos componentes que determinan la inflación de acuerdo a esta teoría y efectivamente se comprueba que las estimaciones implícitas explican bastante bien la inflación registrada durante el primer semestre del 2013.



$$\text{Inflación} = \text{Emisión \$ (M)} + \text{Var\% Velocidad \$ (V)} - \text{Crecimiento Economía (Q)}$$

Más allá de la relativamente buena estimación de la inflación que proporciona la Teoría Cuantitativa, la misma permite mostrar uno de los riesgos que enfrenta el proceso inflacionario actual en Argentina.

Como puede observarse en los cálculos implícitos de la Teoría Cuantitativa, la actual tasa de inflación es bastante menor a la emisión monetaria debido fundamentalmente a la caída experimentada en la velocidad de circulación del dinero.

El problema es que en un contexto de alta inflación, con fuertes avances del dólar y con una creciente brecha cambiaria, no es muy probable que la velocidad de circulación del dinero continúe cayendo. Por lo tanto, uno de los grandes riesgos del fenómeno inflacionario actual es que la caída en la Velocidad del dinero se detenga (o peor aún que la velocidad comience a crecer) y de esta forma, la tasa de inflación pueda acelerarse sin que el Banco Central aumente la emisión monetaria.

Estos fenómenos monetarios de cambios en la velocidad de circulación del dinero pueden ser muy peligrosos. Crecientes déficits fiscales financiados con elevados niveles de emisión monetaria, altas expectativas de inflación y grandes brechas cambiarias tradicionalmente han terminado acelerando la velocidad de la circulación del dinero. Sería deseable que el Gobierno se anticipe a estos complicados escenarios atacando las inconsistencias de modo de alejar el riesgo de un aumento en la velocidad de circulación del dinero, que profundizaría el actual proceso inflacionario.

En Foco 1

Los cambios en la estructura productiva argentina (a favor del sector servicios)

- En el período 1998-2012 se observaron algunos cambios estructurales en lo que se refiere a la participación de cada sector en la economía, con disminución de las actividades transables y expansión de algunos servicios
- Aunque la devaluación de 2002 mejoró los precios relativos para los sectores transables, esto no se trasladó proporcionalmente a las inversiones y al dinamismo de estas actividades. Los precios implícitos también muestran un notable abaratamiento relativo del sector Electricidad, Gas y Agua, con fuertes incentivos a la demanda
- Considerando solo el empleo formal, se observan significativos avances en la participación de la Administración Pública, de Servicios Profesionales y de Actividades Inmobiliarias

En el período que va del año 1998 al año 2012, en el marco de un crecimiento anualizado de 3.39%, se observaron algunos cambios estructurales en lo que se refiere a la participación en el producto de cada sector de la economía, pero en dirección contraria a lo que suele discutirse en los periódicos: se redujo la participación de sectores transables y aumentó la de algunos servicios.

En la evolución de los precios implícitos de cada sector se observa un aumento significativo de la volatilidad a partir del 2001. El caso más volátil queda captado por el sector Minas y canteras, cuyos precios implícitos pasaron de una relación uno a uno con el promedio a una relación de tres a uno. El caso más contradictorio es el del sector de Electricidad, gas y agua, que experimentó una caída de precios, con fuertes incentivos por el lado de la demanda y en sentido opuesto por el lado de la oferta.

Para completar este cuadro de análisis y con datos parciales se analiza el factor trabajo. Es un análisis parcial porque la fuente disponible no contempla trabajadores

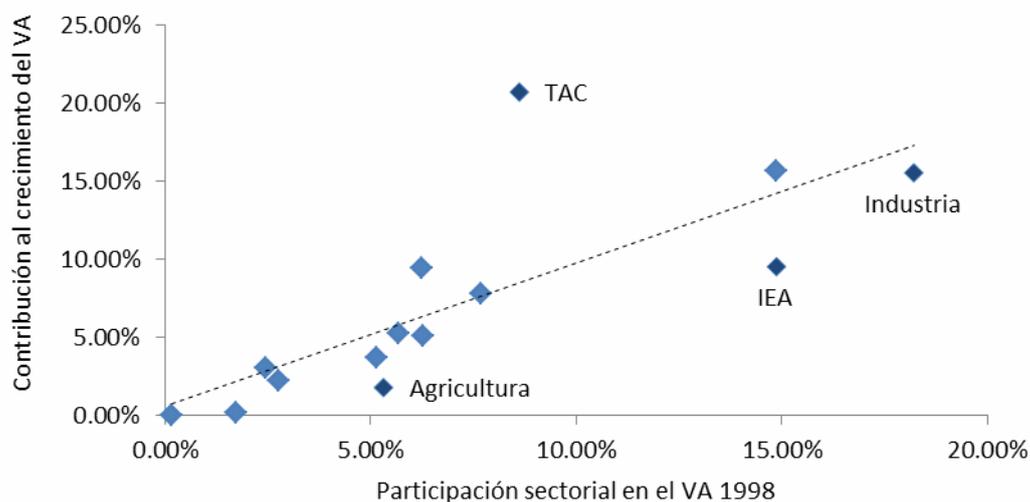
informales ni ocupados que no sean asalariados y esto puede generar distorsiones muy importantes en ciertos sectores (subestima la participación de la Construcción dada la gran cantidad de informales y sobreestima el sector Público, dado que la gran mayoría de sus empleados son formales). En el stock de asalariados formales se observa un crecimiento del 71.9% y más allá de algunas excepciones, en general parece haber una relación positiva entre la participación de cada sector y su desempeño en el mercado laboral.

Contribución sectorial al Valor Agregado

La tabla que se presenta a continuación fue construida a partir de las estimaciones del Producto Interno Bruto de Cuentas Nacionales a precios constantes. Mide la participación del Valor Agregado de cada sector en el Valor Agregado Total, a precios de productor, bruto de servicios de intermediación indirectos. Además y a partir de estas participaciones se calcula la contribución al crecimiento de cada uno de los sectores. El análisis contempla la variación del producto en el período 1998-2012.

Los sectores con mayor participación en 1998 eran Industria; Comercio; y Actividades inmobiliarias, de empresas y de alquiler (IEA, que incluye los servicios profesionales), con participaciones del 18.2%, 14.9% y 14.9%, respectivamente. Otros sectores relevantes fueron Transporte, comunicación y almacenamiento (TAC); Enseñanza, salud y servicios sociales; y Construcción con participaciones de un dígito: 8.61%, 7.68% y 6.28%, respectivamente.

Relación positiva entre participación inicial en el VA y la contribución al crecimiento



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC.

Por un lado se observa una relación positiva entre la participación de cada sector y su contribución al crecimiento total. Por otro lado se observa la caída de la participación de los sectores transables de la economía y el aumento de varios sectores de servicio.

Estas dos observaciones están íntimamente relacionadas, dado que la participación de cada sector en el 2012 está definida por su participación en 1998 y por su crecimiento relativo al resto de los sectores. En el caso de los sectores transables de la economía se observa que a pesar de la situación internacional favorable, el sector de Agricultura tuvo una contribución de apenas un 1.79% en el crecimiento total, lo que hizo que de una participación del 5.3% en el VA de 1998 se pasara a una del 4% en 2012. La Industria también tuvo una contribución que le hizo perder terreno en la participación del VA del 2012: de una contribución del 18.2% pasó a una del 17.21%. La pérdida de los sectores transables de la economía, conformado por Agricultura, Pesca, Minas e Industria, fue de casi tres puntos porcentuales y muestra que la mejora inicial de precios relativos para estos sectores después de 2001 no repercutió proporcionalmente en las inversiones y en el dinamismo sectorial.

Contribución sectorial al VA Total, millones de pesos de 1993

	VA 1998	Crecimiento	VA 2012
Total	272,050	59.4%	433,740
	Partic. 1998	Contribución al crecimiento Total	Partic. 2012
Agricultura, Caza y Silvicultura	5.31%	1.79%	4.00%
Pesca	0.16%	0.03%	0.12%
Minas y Canteras	1.74%	0.16%	1.15%
Industria manufacturera	18.20%	15.54%	17.21%
Electricidad, Gas y Agua	2.44%	3.06%	2.67%
Construcción	6.28%	5.13%	5.86%
Comercio	14.87%	15.64%	15.16%
Hoteles y Restaurantes	2.78%	2.22%	2.57%
Transporte, Comunicaciones y Almacenamiento	8.61%	20.71%	13.12%
Intermediación Financiera	6.25%	9.41%	7.43%
Actividades inmobiliarias, de empresa y alquiler	14.87%	9.53%	12.88%
Administración pública y Defensa	5.15%	3.72%	4.61%
Enseñanza, salud y servicios sociales	7.68%	7.82%	7.73%
Otras actividades de servicios	5.67%	5.23%	5.50%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

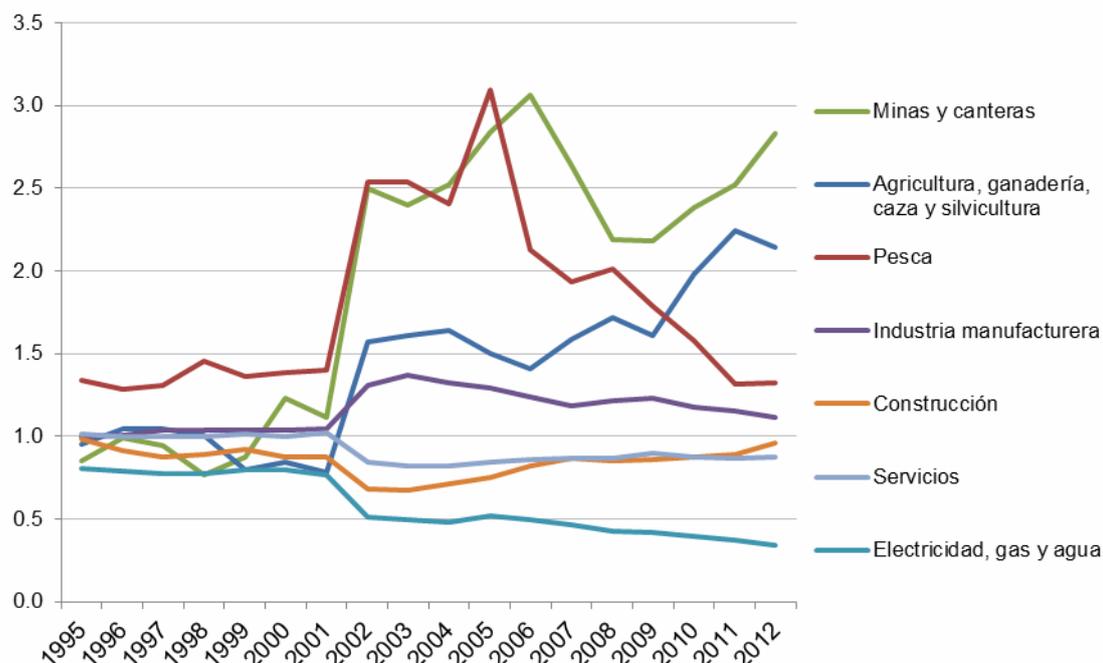
Los sectores que lograron aumentar su participación en el VA total fueron Transporte, comunicación y almacenamiento; Intermediación financiera; y Comercio. El dato para el primero de los tres fue sorprendentemente fuerte, dado que tras contribuir en un 20.7% al crecimiento de la economía, aumentó su participación de 8.6% a 13.1%. Esta variación de 4.5 puntos porcentuales es de más del doble del sector que le sigue.

Precios implícitos

Otro punto a trazar en el diagrama tiene que ver con la evolución de los precios implícitos, buscando ilustrar la relación entre la evolución del producto y la evolución de los precios. En términos generales la producción y los precios son la cara visible de la interacción entre la oferta y la demanda. El siguiente gráfico también fue construido a partir de las estimaciones de Cuentas Nacionales de INDEC y mide el índice de precios implícitos de cada sector con respecto al promedio, por lo tanto valores

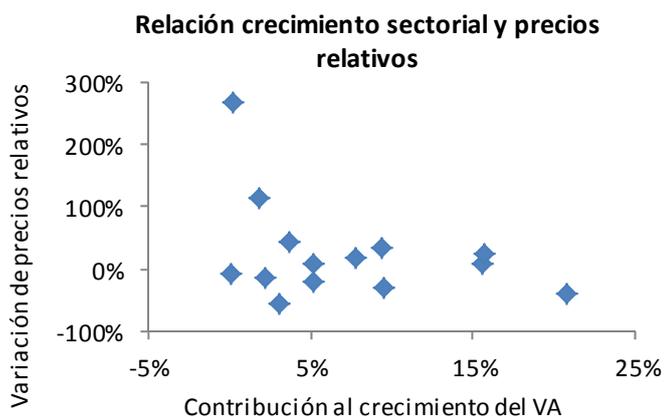
mayores a uno implican una evolución de precios del sector superior al promedio y valores menores que uno indican lo contrario.

Precios Implícitos por sector
En relación al promedio



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC.

Del gráfico se puede leer que a partir de la crisis del 2001 los precios implícitos sufrieron un aumento significativo en su volatilidad. Para el año 2012 el ordenamiento fue el siguiente: Minas y Canteras presenta un índice de 2.83 con respecto al promedio, lo que implica que sus precios subieron entre 1998 y el 2012 un 183% más que el promedio; Agricultura registró un aumento de 114% por encima del promedio; Pesca volvió a niveles anteriores a la crisis; Industria tendió a la relación uno a uno (luego de haber alcanzado un pico de 1.37 en el 2003), lo mismo que Construcción y



Servicios; por último el ejemplar caso de Electricidad, gas y agua que tuvo un índice de 0.34%.

Pese a la mejora de precios relativos que experimentaron, los sectores transables de la economía perdieron participación. La conclusión de este fenómeno es que los precios relativos no fueron suficientes como señal de mercado. El gráfico identifica este fenómeno al no poder encontrar una relación clara entre la participación de cada sector en el crecimiento con la variación de sus precios relativos con respecto al promedio.

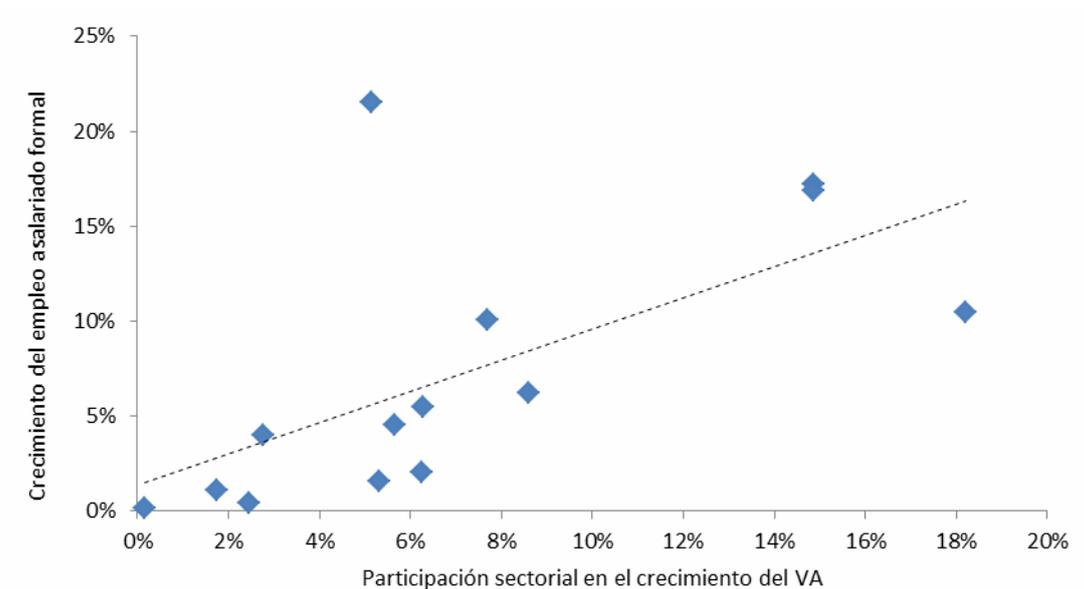
Empleados asalariados formales

Como se mencionó al principio no puede considerarse a los asalariados formales como el total de los ocupados en una economía. Existen otras formas de ocupación y existen también los asalariados informales. Sin embargo son dos las relaciones que se observan a primera vista entre este grupo de los ocupados y la participación sectorial del Valor Agregado.

En general hay relaciones positivas y no despreciables entre el empleo formal y el crecimiento en cada sector. Por ejemplo, el gráfico a la derecha muestra la relación entre la participación de cada sector en el Valor Agregado total y la contribución al crecimiento del stock de empleo. No está claro cuál es el sentido de la causalidad, es probable que exista un proceso de retroalimentación más complejo de lo que se puede abarcar en este informe.

Lamentablemente, los datos con los que contamos no alcanzan para hacer cálculos sobre la evolución de la productividad laboral de cada uno de los sectores. Sin embargo, dada la relación que se ha mencionado vale la pena hacer alguna aproximación. La siguiente tabla, que mide la evolución de una serie de stock de empleo basada en SIJP y SIPA (las series fueron empalmadas en el 2006), muestra la participación de cada sector y su contribución al total del crecimiento del stock de empleo.

Relación positiva entre crecimiento del empleo formal y participación inicial en el VA



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC.

Contribución sectorial al empleo asalariado formal, miles de puestos

	Stock 1998	Crecimiento	Stock 2012
Total	4527	71.9%	7783
	Partic. 1998	Contribución al crecimiento total	Partic. 2012
Agricultura, Caza y Silvicultura	6.51%	1.52%	4.43%
Pesca	0.15%	0.12%	0.14%
Minas y Canteras	0.41%	1.09%	0.71%
Industria manufacturera	19.13%	10.43%	15.59%
Electricidad, Gas y Agua	1.02%	0.42%	0.77%
Construcción	5.24%	5.44%	5.38%
Comercio	13.45%	17.19%	15.17%
Hoteles y Restaurantes	2.31%	3.97%	3.04%
Transporte, Comunicaciones y Almacenamiento	7.03%	6.20%	6.74%
Intermediación Financiera	2.48%	2.00%	2.29%
Actividades inmobiliarias, de empresa y alquiler	6.69%	16.83%	11.08%
Administración pública y Defensa	17.57%	21.52%	19.42%
Enseñanza, salud y servicios sociales	7.89%	10.08%	8.90%
Otras actividades de servicios	7.50%	4.50%	6.28%

Empalme SIJP-SIPA en 2006

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon e INDEC

Se observan, al igual que en el caso de los precios implícitos, algunas señales "llamativas". Por ejemplo, el sector de Intermediación financiera, que fue uno de los que más contribuyó al crecimiento del Valor Agregado de la economía, presenta una contribución baja (solamente 2%) al crecimiento del stock de empleo formal. La Administración Pública representa el caso contrario.

Tratado con extrema simplicidad podría pensarse que "lo que falta" de la explicación está en variables que no estamos analizando como factores de demanda, empleo distinto al asalariado formal y variaciones del stock de capital.

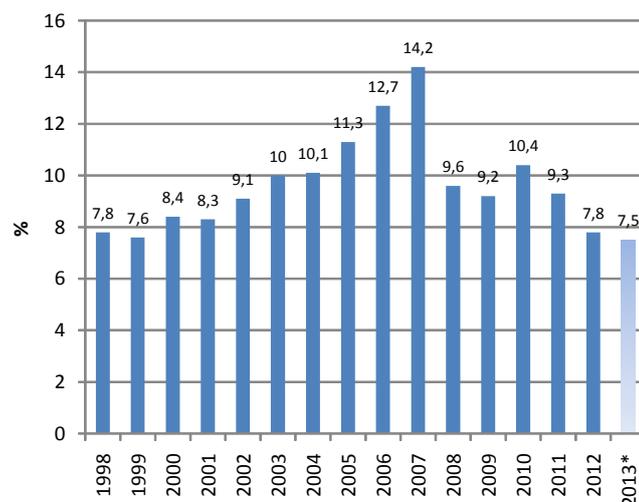
En Foco 2

Internacional: una recuperación muy despareja que no admite errores de Bernanke

- Estados Unidos ya crea empleos a un ritmo de 2,3 millones de puestos por año, pero preocupan las turbulencias asociadas al retiro gradual de estímulos monetarios, proceso que podría comenzar en setiembre
- La Eurozona, por su parte, continúa en terreno negativo. Indicadores líderes anticipan recuperación en el margen, pero esto recién podrá confirmarse en el transcurso del segundo semestre
- China parece encarrilarse a un crecimiento en torno de 7% anual, pero este escenario está condicionado por la delicada situación del mercado crediticio

La certidumbre es tierra fértil para la toma de decisiones, pero no es lo que abunda últimamente. Hace 5 años que el mundo transita arenas movedizas: con crisis en países desarrollados, volatilidad, impacto sobre las economías emergentes, nuevos focos de incertidumbre y más repercusiones a nivel mundial. Los grandes jugadores mundiales están comenzando a mostrar señales más claras respecto a lo que se puede esperar de cara al futuro y eso es, en sí mismo, una buena noticia, porque permite anticipación por parte de los agentes económicos que todos los días toman decisiones de consumo e inversión, y también un horizonte más claro para el resto de los países.

China: Crecimiento del PIB en los últimos 15 años



*Proyección

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a World Bank

Estados Unidos se recupera, las señales son claras, la recuperación es pausada pero muestra continuidad y permite descartar un cambio brusco en el rumbo de la política monetaria. Más bien, los cuantiosos estímulos monetarios se irán retirando de a poco y la Reserva Federal ya está dando señales claras en este sentido, que toman mayor fuerza con la favorable evolución del mercado laboral: se crean empleos a un ritmo de 2,3 millones anuales, terreno propicio para pensar que la tasa de desempleo continuará descendiendo. Sin embargo, para que todo esto se confirme, se requiere que el FED no cometa errores en el proceso de retiro de la liquidez. A su vez, China se encuentra atravesando el proceso inverso: luego de crecer a tasas superiores al 9% anual en forma ininterrumpida entre los años 2002 y 2011, su economía desacelera, y todo parece indicar que habrá que acostumbrarse a tasas de crecimiento más cercanas al 7% en los próximos años. El gobierno parece cómodo con una economía creciendo a menor velocidad, y más preocupado por reformas estructurales. Un dólar más fuerte y una tasa de interés de largo plazo algo más elevada, sumados a una transición del modelo chino, anticipan condiciones menos favorables para los precios de las commodities en los próximos años.

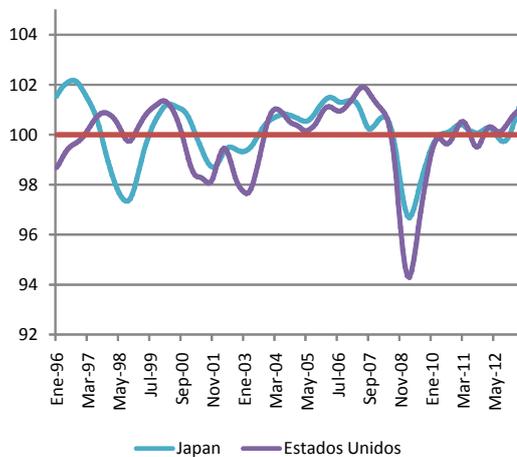
¿Qué muestran las principales economías en esta primera mitad del año?

- En el primer trimestre del año, la economía norteamericana creció a una tasa de 1,8% anual desestacionalizado. Todavía no se tienen los datos de crecimiento para el segundo trimestre, sin embargo, se observan buenos indicadores en el sector construcciones y servicios, y la industria con un comportamiento más errático, pero retomando en junio el sendero de expansión. Los indicadores líderes de la OECD, que describen los ciclos de la actividad económica con 6 meses de anticipación, están mostrando que el crecimiento se reafirma en Estados Unidos. En este contexto, se espera que la Fed comience a disminuir la compra de activos en el mes de septiembre de este año, una reducción que se dará en forma gradual y que podría terminar con la finalización de compras a mediados del próximo año. La tasa de interés de corto plazo podría continuar en niveles cercanos a cero por dos años más. Según el propio comunicado de la Fed, las tasas no subirán hasta que la tasa de desempleo alcance un 6,5% o menos (hoy se ubica en 7,6%) y siempre y cuando la inflación se mantenga por debajo de un 2,5%.
- La Eurozona continúa, como región, transitando un terreno incierto. Los problemas de coordinación afectan la toma de decisiones y alargan los tiempos. El PIB del primer trimestre continuó en terreno negativo (-0,8% anual desestacionalizado). Y la industria, al mes de mayo, todavía muestra tasas de crecimiento interanuales negativas. De las grandes economías, sólo Francia ha comenzado a mostrar signo positivo en la variación interanual de su producción industrial. No hay dudas respecto al camino que seguirá el Banco Central Europeo, dado que los márgenes para endurecer la política monetaria en el corto y mediano plazo son prácticamente nulos. Las tasas de interés permanecerán bajas por algunos años más. Se suman presiones del FMI para que baje aún más las tasas (hoy en 0,5%), asegure liquidez y avance en la integración y salud bancaria. Los indicadores líderes de la OECD son menos

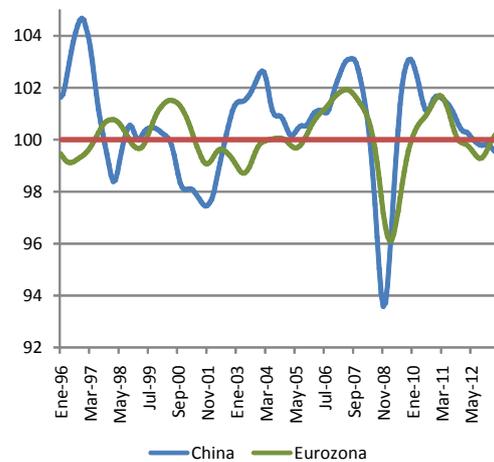
negativos: muestran que, en el margen, la economía puede comenzar a recuperarse. El desafío del club del Euro continúa siendo político.

- Japón creció al 3,6% anual desestacionalizado en el primer trimestre del año, motorizado por el consumo privado y el sector público. El impulso también viene por el lado monetario. Las empresas muestran cautela y la inversión aún no repunta. Los indicadores líderes anticipan para Japón lo mismo que para Estados Unidos: se reafirma el crecimiento.
- China ha mostrado desaceleración en esta primera mitad del año: en el primer trimestre creció a una tasa del 6,6% anual desestacionalizada, mientras que en el segundo lo hizo al 7%. El Banco Popular de China está endureciendo su política monetaria para controlar la inflación y se muestra poco dispuesto a inyectar liquidez. El reciente endurecimiento crediticio todavía no parece tener impacto en los indicadores de nivel de actividad, pero su impacto negativo podría comenzar a visualizarse en los indicadores de julio. La industria está creciendo al 8,9% interanual, por debajo de las proyecciones, pero las ventas minoristas se muestran pujantes. Los indicadores líderes de la OECD anticipan que seguirá creciendo sobre su tendencia.

Indicadores líderes OECD: en Japón y Estados Unidos se reafirma el crecimiento



Indicadores líderes OECD: la Eurozona gana impulso mientras China crece en torno a su tendencia



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a OECD

Hasta hace poco se proyectaba que el segundo trimestre mostraría un mayor dinamismo que el primero. Hoy eso sólo puede confirmarse para Estados Unidos. Entre los países de Europa se destaca tíbiamente Alemania, porque los indicadores anticipan que el crecimiento estaría retornando a su tendencia. Las proyecciones muestran un crecimiento mundial levemente por debajo del 3% para este año y más cercano al 3,5% para 2014. Para que esto ocurra, la Eurozona tendrá que dejar atrás el terreno negativo.

En Foco 3

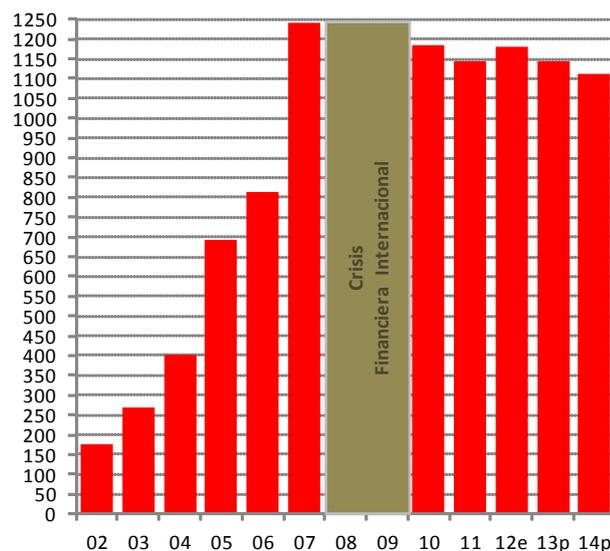
Se moderan las perspectivas de flujos de capitales privados hacia economías emergentes

- Los flujos privados globales, que pasaron de menos de US\$ 200 mil millones en 2002 a un pico de US\$ 1.242 mil millones en 2007, se proyectan en US\$ 1.112 mil millones para el año que viene
- Por un lado, se espera la eliminación progresiva de las políticas monetarias laxas de años anteriores y, por el otro, las economías emergentes revisan a la baja sus perspectivas de crecimiento
- En este contexto, para América Latina se espera una moderación del ingreso de capitales y un aumento de los flujos de salida

Recientemente, se han revisado las estimaciones de flujos de capitales hacia economías emergentes, tanto para el corriente año, como para 2014. En un contexto en el cual Estados Unidos comienza a desandar las políticas monetarias expansivas, The Institute of International Finance (IIF) ajustó al alza la estimación para 2012 y 2013, aunque moderó los números proyectados para el año que viene.

En este sentido, como refleja el gráfico adjunto, el flujo de capitales privados hacia economía emergentes⁴ creció sustancialmente en los últimos años, pasando de menos de US\$ 200 mil millones en el año 2003 a US\$ 692 mil millones en 2005; y de ahí a un pico de US\$ 1.242 en 2007. A partir de allí - exceptuando 2008 y 2009, años signados por la crisis financiera internacional- los flujos mermaron a un ritmo de 3%

Flujos de Capitales Privados a Economías Emergentes
en miles de millones de dólares



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos de IIF.

⁴ Emergentes de Europa, Asia, América Latina, África y Medio Oriente

anual. De esta forma, para el año pasado se estimó un flujo de fondos frescos privados a economías emergentes por US\$ 1.181 mil millones, para este año se estiman en US\$ 1.145 y, para el año que viene, la proyección se ubica en US\$ 1.112, el nivel más bajo desde 2009.

El principal factor que se esconde detrás de esta reestimación a la baja es la preocupación que ha generado la reversión de las políticas blandas en materia monetaria por parte de los Estados Unidos. En este contexto, las monedas de los emergentes se han depreciado significativamente en el último mes, debido en parte a la reversión en los flujos de cartera y a la contracción de los ingresos de fondos para bonos que se observa desde mayo de este año.

Un factor clave de los flujos de capital hacia economía emergentes en los últimos años han sido las políticas monetarias laxas dispuestas por economías desarrolladas, que fueron "empujando" el dinero hacia el mundo emergente. Este fenómeno, fue potenciado por un fuerte crecimiento de las economías emergentes. En este sentido se habla de un efecto "*push-pull*" para explicar el comportamiento de los flujos privados hacia emergentes en la última década.

Sin embargo, las luces amarillas se encienden ya que recientemente los dos factores han perdido fuerza: los inversores están cada vez más preocupados por la reversión de las condiciones monetarias por parte de las economías desarrolladas, a pesar del anuncio de una expansión agresiva política en Japón y, además, el crecimiento de las economías emergentes ha perdido algo de impulso, a la vez que las perspectivas de crecimiento en las economías desarrolladas han mejorado levemente, reduciendo el atractivo relativo para los inversores en los mercados desarrollados para mover el capital hacia el extranjero.

En síntesis, lo que plantea el IIF es que si bien las perspectivas de crecimiento en economías emergentes aún pueden beneficiarse de un repunte de la demanda interna, producto de las políticas monetarias laxas anteriores; las perspectivas de un escenario de re-aceleración en el crecimiento global son limitadas.

En particular, para América Latina, se plantea un escenario de moderación en la entrada de capitales y una aceleración en los flujos de salida. Los flujos de entrada, se estima, pasarán de US\$ 308 mil millones en 2012 a US\$ 289 este año (con una proyección de US\$ 299 para el año que viene). Por su parte, la salida de capitales privados, mostraría un comportamiento al alza, pasando de - US\$ 169 mil millones en 2012 a - US\$ 184 este año (con una proyección de - US\$ 180, para 2014). Con

revisiones a la baja de las perspectivas de crecimiento del PIB para este año y el que viene y; depreciaciones de las monedas respecto al dólar para aliviar las presiones de competitividad; los residentes de la región han incrementado aún más su exposición en el extranjero y su diversificación en corporaciones regionales, bancos y fondos de pensión. Esta tendencia, es particularmente significativa en aquellos países más integrados en materia financiera (México, Chile, Brasil, Colombia y Perú).

Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 1993 (\$ mm)	2013 I	454.314,5	1,5%	3,0%	3,0%
PIB en US\$ (\$ mm)	2013 I	453.826,6	-	5,5%	5,5%
EMAE	abr-13	214,5	0,5%	7,0%	4,1%
IGA-OJF (1993=100)	jun-13	173,5	-0,9%	5,1%	2,8%
EMI (2006=100)	may-13	134,8	0,7%	5,1%	1,3%
IPI-OJF (1993=100)	jun-13	160,2	-1,7%	0,6%	0,4%
Servicios Públicos	may-13	239,2	1,7%	9,1%	7,5%
Patentes	jun-13	74.573,0	-	6,6%	0,9%
Recaudación IVA (\$ mm)	jun-13	19.730,0	-	28,2%	30,3%
ISAC	may-13	193,5	2,3%	7,4%	2,9%
Importación Bienes de Capital (volumen)	abr-13	-	-	48,0%	10,0%
IBIF en \$ 1993 (\$ mm)	2013 I	95.778,5	-15,9%	1,3%	1,3%
		2013 I	2012 IV	2012 IV	2012 I
IBIF como % del PIB		21,1%	23,5%	23,5%	21,4%

* 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)	2013 I	11.673	-0,8%	1,6%	1,6%
PEA (% de la población total)	2013 I	45,8%	-0,50 pp	0,30 pp	0,30 pp
Desempleo (% de la PEA)	2013 I	7,9%	1,00 pp	0,80 pp	0,80 pp
Empleo Total (% de la población total)	2013 I	42,2%	-0,90 pp	-0,10 pp	-0,10 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2013 I	32,0%	-2,60 pp	-0,80 pp	-0,80 pp
Recaudación de la Seguridad Social	jun-13	17.584	-	29,8%	33,0%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2013 I	159,3	4,2%	8,4%	8,4%
Brasil	2013 I	121,8	-0,2%	-4,0%	-4,0%
México	2013 I	129,0	0,7%	8,6%	8,6%
Estados Unidos	2013 I	108,6	-0,1%	1,6%	1,6%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	jun-13	74.695,8	-	27,3%	28,1%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	jun-13	20.673,9	-4,1%	29,7%	30,4%
Gasto (\$ mm)	abr-13	54.279,6	6,0%	37,2%	30,2%
		abr-13	ene-dic 12	abr-12	ene-dic 11
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-3.065,9	-55.563,4	-1.863,3	-30.662,9
Pago de Intereses (\$ mm)		4.511,6	51.189,8	2.924,7	35.583,5
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		4.382,2	10.609,9	187,4	10.455,3
ANSES (\$ mm) *		0,0	16.266,1	1.499,8	11.154,2
		jun-13	ene-jun 13	jun-12	ene-jun 12
Adelantos Transitorios BCRA *		14.500,0	17.050,0	1.550,0	8.350,0
		2013 I	2012 IV	2012 III	2012 II
Recaudación Tributaria (% PIB) **		32,8%	31,5%	32,8%	29,8%
Gasto (% PIB) **		26,3%	27,8%	26,0%	23,6%

* 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)	may-13	471,0	1,9%	23,3%	23,8%
Salarios (abril 2012=100)*	may-13	128,2	3,7%	0,9%	0,2%
TCR Bilateral (1997=100)	may-13	118,3	0,0%	-3,6%	-4,8%
TCR Multilateral (1997=100)	may-13	132,2	-0,8%	-1,5%	-5,3%
		17-jul-13	jun-13	31-dic-12	jul-12
TCN Oficial (\$/US\$)		5,45	5,34	4,93	4,57
TCN Brecha		60,7%	54,3%	31,4%	36,6%
TCN Real (R\$/US\$)		2,23	2,17	2,05	2,03
TCN Euro (US\$/€)		1,31	1,32	1,32	1,23

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	jul-13	325.256,0	5,5%	31,3%	35,0%
Depósitos (\$ mm)	jul-13	702.033,8	-0,6%	28,4%	28,1%
Sector Público No Financiero	jul-13	215.536,7	-11,9%	23,3%	28,3%
Sector Privado No Financiero	jul-13	484.748,3	5,4%	31,5%	28,5%
Créditos (\$ mm)	jul-13	475.641,5	1,4%	31,9%	30,5%
Sector Público No Financiero	jul-13	37.772,6	1,2%	24,7%	25,3%
Sector Privado No Financiero	jul-13	426.204,2	1,3%	32,7%	31,5%
	Fecha	Dato	jun-13	31-dic-12	jul-12
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	05-jul-13	37.130,0	38.264,9	43.290,0	46.678,2
Ratio de cobertura de las reservas	05-jul-13	61,7%	65,5%	69,3%	84,6%
Tasa de interés Badlar PF	15-jul-13	16,4%	16,6%	15,4%	13,2%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	28-jun-13	33,3%	33,8%	34,2%	33,9%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	28-jun-13	21,5%	21,3%	19,3%	17,6%
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	17-jul-13	322	331	248	347
EMBI+ Argentina	17-jul-13	1.139	1.201	991	1.089
EMBI+ Brasil	17-jul-13	211	228	142	202
Tasa LIBOR	18-jul-13	0,19%	19,33%	0,21%	24,65%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	16-jul-13	0,09%	9,37%	0,09%	15,65%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	16-jul-13	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
SELIC (Brasil)	17-jul-13	8,40%	7,90%	8,07%	7,29%
	Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	17-jul-13	3.475,7	-9,82%	22,82%	32,94%
Índice Bovespa	17-jul-13	47.407,0	-12,21%	-20,56%	-8,92%

* 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)	may-13	8.429,0	11,4%	11,6%	2,8%
Primarios	may-13	2.438,0	1,0%	17,3%	15,6%
MOA	may-13	2.849,0	10,9%	-1,8%	-1,7%
MOI	may-13	2.320,0	1,0%	9,1%	3,7%
Combustibles	may-13	823,0	187,8%	82,9%	-18,1%
Exportaciones (volumen)	may-13	-	-	10,0%	1,0%
Importaciones (US\$ mm)	may-13	7.091,0	10,6%	17,3%	12,8%
Bienes Intermedios	may-13	1.797,0	6,1%	2,4%	2,4%
Bienes de Consumo	may-13	649,0	2,5%	9,8%	16,1%
Bienes de Capital	may-13	1.158,0	20,6%	54,8%	13,5%
Combustibles	may-13	1.396,0	29,9%	5,1%	29,0%
Importaciones (volumen)	may-13	-	-	21,0%	23,0%
Términos de Intercambio (1993=100)	2013 I	172,2	-5,6%	-0,8%	-0,8%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	jun-13	168,7	-0,8%	1,7%	0,4%
Índice Commodities Banco Mundial (2005=100)					
Alimentos	jun-13	200,0	1,2%	-1,9%	-2,4%
Energía	jun-13	178,7	-0,1%	9,1%	-4,7%
Petróleo (US\$/baril)	jun-13	95,8	1,1%	16,3%	-4,0%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2013 I	16.010,2	0,6%	1,8%	1,8%
Brasil	2013 I	2.216,2	0,6%	1,9%	1,9%
Unión Europea	2013 I	16.653,4	-0,1%	-1,2%	-0,8%
China	2013 I	7.639,2	1,6%	7,9%	1,6%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	abr-13	130,3	1,5%	3,6%	2,3%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	abr-13	122,1	0,9%	3,0%	1,9%

* 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	jun-13	38.215,0	-	9,0%	11,9%
Región Pampeana	jun-13	15.986,0	-	7,0%	7,7%
NOA	jun-13	4.617,0	-	0,2%	1,1%
NEA	jun-13	5.110,0	-	-2,7%	1,5%
Cuyo	jun-13	5.026,0	-	7,5%	9,4%
Región Patagónica	jun-13	5.619,0	-	3,0%	4,3%
Consumo de Cemento (tn)					
CABA y Buenos Aires	2013 I	1.092,4	1,2%	4,2%	-5,7%
Región Pampeana	2013 I	594,8	-1,8%	3,2%	-11,2%
NOA	2013 I	204,3	-15,8%	-2,4%	-3,8%
NEA	2013 I	256,0	-4,8%	-3,9%	-3,0%
Cuyo	2013 I	249,9	-11,2%	-4,7%	-3,0%
Región Patagónica	2013 I	200,7	-4,5%	-2,6%	-6,6%