

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

Investigadores:

Jorge Vasconcelos
(Coordinador)

Editorial
Marcelo Capello y Néstor
Gríón

En Foco 1
Guadalupe Gonzalez

En Foco 2
Hernán Ruffo y Augusto
Terracini

En Foco 3
Joaquín Berro Madero

En Foco 4
Eliana Miranda

Edición y
compaginación:
Karina Lignola

www.ieral.org

Editorial:	<i>Mientras menos se recorten subsidios, mas asistencia demandará el Tesoro al Banco Central</i>	2
- En el acumulado de 12 meses, sin computar ANSES ni BCRA, el sector público nacional registra un resultado primario negativo equivalente a 0,94% del PIB - La política fiscal y monetaria de 2012 es altamente sensible a lo que ocurra con el recorte de los subsidios - En caso que las partidas de subsidios sigan aumentando y pasen, por ejemplo, de 74,5 a 91,4 mil millones de pesos (de 2011 a 2012), entonces habría un deterioro de 0,7 puntos porcentuales del PIB en el resultado primario y un incremento de 47% de adelantos transitorios del BCRA		
En Foco 1:	<i>La balanza comercial refleja el riesgo de un sobre-ajuste del sector externo para 2012</i>	11
- La proyección de los datos desestacionalizados de los últimos cuatro meses, apunta a un superávit comercial de 14,7 mil millones de dólares en 2012, muy por encima de la meta extraoficial - El grueso del ajuste se estaría produciendo por el lado de las importaciones y, dentro de éstas, en bienes de capital - Las exportaciones industriales mostraron crecimiento cero en febrero, con caída en las ventas a los principales socios comerciales de la región (Brasil y Chile)		
En Foco 2:	<i>Salario real y competitividad, las dos caras de la moneda</i>	19
- Los salarios han aumentado a una tasa del 32% en 2011 y acumulan una suba de 155% desde 2007, muy por arriba del incremento de los precios - En años anteriores, el costo laboral por hora de Argentina representaba el 30% de Estados Unidos y el doble de México; sin embargo, para 2012, esos ratios pasarían a 50% del costo de Estados Unidos y el triple del de México - La merma de la competitividad se acentúa si se consideran aumentos de costos no salariales y problemas de productividad por dificultades para el abastecimiento de insumos y bienes de capital importados		
En Foco 3:	<i>Los balances de empresas de gas y energía eléctrica reflejan la delicada situación del sector energético</i>	30
- La facturación de las empresas vinculadas a la distribución de gas se ubica en el nivel más bajo desde 1997, equivalente a 0,24% del PIB - En el caso de la energía eléctrica, las generadoras han escapado del congelamiento tarifario - En cambio, las distribuidoras, que antes facturaban por el equivalente a entre 0,6% y 0,7% del PIB, ahora lo hacen por apenas 0,25% del PIB		
En Foco 4:	<i>Internacional: Tras la reestructuración de la deuda griega, vuelven a primer plano las trayectorias divergentes de los países de la eurozona</i>	34
- En Alemania, que creció 3,7% y 3% en 2010 y 2011, no van a tardar en cobrar fuerza las demandas por una política menos expansiva del Banco Central Europeo - En cambio, la mayoría del resto de los países todavía atraviesan ciclos recesivos, con aumento del desempleo - La deuda con los acreedores privados de Grecia se refinanció a plazos razonables y bajas tasas de interés, pero aún así subsiste la incertidumbre acerca de la capacidad de recuperación de la economía helénica		

Editorial

Mientras menos se recorten subsidios, mas asistencia demandará el Tesoro al Banco Central

- En el acumulado de 12 meses, sin computar ANSES ni BCRA, el sector público nacional registra un resultado primario negativo equivalente a 0,94% del PIB
- La política fiscal y monetaria de 2012 es altamente sensible a lo que ocurra con el recorte de los subsidios
- En caso que las partidas de subsidios sigan aumentando y pasen, por ejemplo, de 74,5 a 91,4 mil millones de pesos (de 2011 a 2012), entonces habría un deterioro de 0,7 puntos porcentuales del PIB en el resultado primario y un incremento de 47% de adelantos transitorios del BCRA

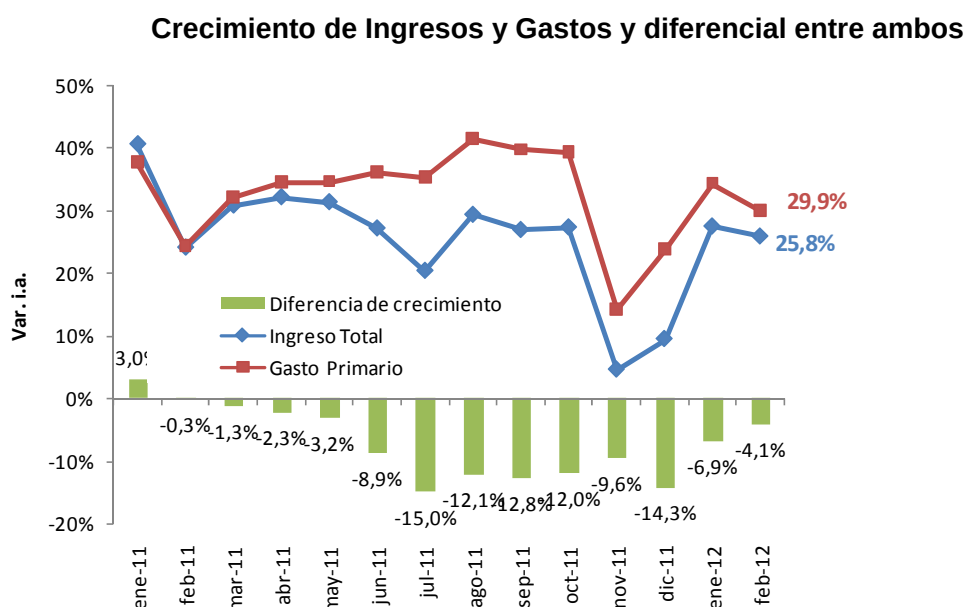
El primer bimestre muestra una dinámica fiscal en que se continúa deteriorando el superávit, aunque aparecen algunas señales de moderación en el ritmo de crecimiento del gasto, en función de lo que también se observa en los ingresos. Como se ha señalado en informes previos, el principal responsable de este deterioro fue el aumento de los subsidios económicos (en 2011 crecieron un 55% y representaron un 4% del PIB). La decisión de reducir subsidios para recomponer la situación fiscal está mostrando dificultades políticas, ya que en el primer bimestre aquellos crecieron 29,3%¹ en términos nominales, cifra que muestra una desaceleración con respecto a variaciones interanuales previas, pero que no resulta suficiente para reducir su peso en el presupuesto público. Ocurre además que según como resulte la cuantía en que se reduzcan los subsidios será el efecto que se produzca sobre el consumo privado en los próximos meses. Probablemente ambas razones (costo político e impacto sobre consumo) han llevado al

¹ Cifra según ASAP.

gobierno a buscar una reforma de la Carta Orgánica del BCRA que implique menor ajuste por el lado de las tarifas. De modo que es de esperar que los ingresos de la población no se vean reducidos tanto como se especulaba por la quita de subsidios, aunque sí podrían verse compensatoriamente afectados por una previsible mayor inflación a futuro, si aumenta el financiamiento del BCRA al Tesoro.

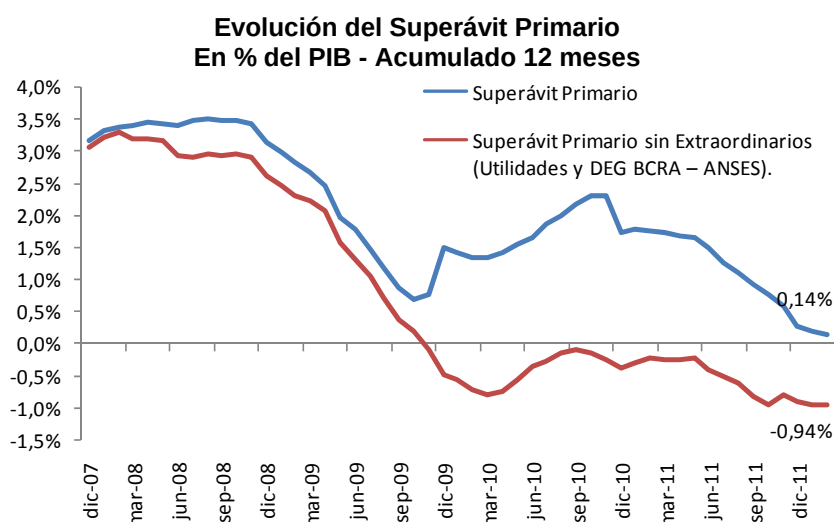
Evolución de los Ingresos, Gastos y Saldos Fiscal

Los datos oficiales correspondientes a la ejecución presupuestaria realizada por el gobierno nacional durante febrero muestran un comportamiento agregado similar a lo acontecido en los meses previos, en donde las erogaciones (29,9%) siguen creciendo a un mayor ritmo que los ingresos (25,8%). No obstante, se observa una desaceleración en ambas variables con respecto a los datos de enero (4,4 y 1,6 puntos porcentuales, respectivamente), achicándose la brecha entre variaciones de ingresos y gastos, con respecto a períodos recientes.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Un crecimiento mayor de los gastos respecto de los ingresos ha conducido a un deterioro del excedente fiscal primario, como se aprecia en el siguiente gráfico. Considerando valores acumulados de 12 meses, expresados en porcentaje del PIB, se observa que en febrero de este año dicho ratio sería de 0,14%. Y si se extraen ingresos extraordinarios (rentas BCRA y ANSES) tal cifra se torna negativa en 0,94% del PIB.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

La Ejecución Presupuestaria Nacional en Febrero

El Superávit Primario correspondiente a febrero 2012 fue de 698 millones de pesos, registrando una contracción del 51,6% frente al resultado del mismo mes del 2011.

La Ejecución Presupuestaria en Febrero de 2012

	En Millones de Pesos		Diferencia	
	Feb-11	Feb-12	\$	Var %
Ingreso Total	28.595	35.970	7.374	25,8%
Ingresos Tributarios	17.114	22.431	5.317	31,1%
Comercio Exterior	3.986	5.227	1.242	31,2%
Resto	13.128	17.204	4.075	31,0%
Contribuciones a la Seg. Social	9.598	12.348	2.750	28,7%
Rentas de la Propiedad	853	239	-614	-72,0%
Tesoro (Utilidades del BCRA)	4	50	46	1248,6%
Anses	741	93	-648	-87,4%
Resto	108	96	-12	-11,4%
Resto de Ingresos	1.031	952	-79	-7,7%
Gasto Total	27.719	35.874	8.155	29,4%
Gastos Corrientes	24.755	31.661	6.906	27,9%
Remuneraciones	4.290	5.503	1.213	28,3%
Bienes y Servicios	1.346	1.626	281	20,9%
Intereses	566	603	37	6,5%
Prest. de la Seguridad Social	9.636	12.904	3.268	33,9%
Transf. ctes al Sector Privado	6.109	7.257	1.148	18,8%
Transf. ctes al Sector Público	2.186	2.416	230	10,5%
Resto de Gastos Corrientes	623	1.353	729	117,1%
Gastos de Capital	2.964	4.213	1.249	42,1%
Inversión Real Directa	1.408	2.446	1.039	73,8%
Transferencias de Capital	1.304	1.767	462	35,4%
Fondo Federal Solidario	254	312	58	22,9%
Resto	1.051	1.455	404	38,5%
Inversión Financiera	252	0	-252	-100,0%
Gasto Primario	27.153	35.271	8.118	29,9%
Superávit Primario	1.443	698	-744	-51,6%
Superávit Financiero	877	96	-781	-89,1%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Durante febrero, los Ingresos Totales ascendieron a la cifra de \$35.970 millones (25,8% de var. i.a.). Considerando sus componentes, el mejor desempeño lo mostraron los impuestos asociados al comercio exterior y a la actividad interna, con un incremento interanual de 31,2% y 31%



respectivamente. Ambos son seguidos por las Contribuciones a la Seguridad Social (28,7%). Las Rentas de la Propiedad sumaron \$239 millones, un 72% menos que en febrero de 2011.

Por su parte, el Gasto Primario fue de \$35.271 millones, creciendo un 29,9% interanual. Dentro de las erogaciones tuvo lugar un fuerte incremento interanual en la Inversión Real Directa (73,8%). Las Transferencias de Capital crecieron un 35,4% respecto de febrero de 2001, y las Prestaciones de la Seguridad Social lo hicieron en un 33,9%.

La Ejecución Presupuestaria Nacional en el Primer Bimestre de 2012

Habiendo transcurrido el primer bimestre del año, los resultados fiscales muestran mayor incremento interanual en el gasto primario (32,2%) que en los ingresos totales (26,6%), lo que ha significado un resultado primario de \$1.321 millones y un saldo financiero negativo de \$2.720 millones en lo que va de 2012. Del lado de los recursos, lideran el crecimiento las Contribuciones a la Seguridad Social (29,7%) y los Ingresos Tributarios (28,8%). Entre las erogaciones, se destaca el pago de Intereses (56,4% de var i.a.), la Inversión Real Directa (53,5%) y las Prestaciones de la Seguridad Social (38,2%).

La Ejecución Presupuestario en el Primer Bimestre de 2012

	En Millones de Pesos		Diferencia	
	ene-feb11	ene-feb12	\$	Var %
Ingreso Total	60.555	76.681	16.126	26,6%
Ingresos Tributarios	35.677	45.958	10.281	28,8%
Comercio Exterior	8.701	11.091	2.390	27,5%
Resto	26.976	34.866	7.891	29,3%
Contribuciones a la Seg. Social	21.888	28.391	6.504	29,7%
Rentas de la Propiedad	1.029	447	-582	-56,6%
Tesoro (Utilidades del BCRA)	35	100	65	183,0%
Anses	762	147	-615	-80,7%
Resto	231	200	-31	-13,4%
Resto de Ingresos	1.963	1.885	-77	-3,9%
Gasto Total	59.591	79.401	19.810	33,2%
Gastos Corrientes	52.868	70.289	17.421	33,0%
Remuneraciones	9.170	11.595	2.425	26,4%
Bienes y Servicios	2.821	3.776	955	33,8%
Intereses	2.583	4.040	1.457	56,4%
Prest. de la Seguridad Social	19.265	26.622	7.357	38,2%
Transf. ctes al Sector Privado	13.383	15.967	2.584	19,3%
Transf. ctes al Sector Público	4.333	5.445	1.113	25,7%
Resto de Gastos Corrientes	1.313	2.843	1.530	116,6%
Gastos de Capital	6.723	9.112	2.389	35,5%
Inversión Real Directa	3.143	4.824	1.681	53,5%
Transferencias de Capital	3.076	4.224	1.148	37,3%
Fondo Federal Solidario	716	902	186	25,9%
Resto	2.359	3.321	962	40,8%
Inversión Financiera	505	65	-439	-87,1%
Gasto Primario	57.008	75.360	18.353	32,2%
Superávit Primario	3.548	1.321	-2.227	-62,8%
Superávit Financiero	965	-2.720	-3.685	-381,9%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Mecon.

Ajuste en Subsidios y recursos del BCRA

Para 2012 el IERAL estima un crecimiento de los ingresos del Sector Público Nacional del 22,8% y del gasto primario neto de subsidios del 26,9%. A estas cifras se las tomará como dadas en el

ejercicio que sigue, con el propósito de cuantificar la relación existente entre el gasto en subsidios a empresas privadas, el resultado fiscal y la necesidad de asistencia extra del BCRA.

Primero se tiene en cuenta un escenario en el que el gobierno decide recomponer su fortaleza fiscal elevando el superávit primario hasta 1% del PIB. Para lograrlo los subsidios deberían reducirse un 34,5% en términos reales, totalizando \$ 59.872 millones en 2012. El problema con esta decisión sería el costo político asociado y el previsible efecto sobre el nivel de actividad, dado que el ajuste requerido en subsidios equivaldría a un 3% del consumo privado que se observó en 2011. Esta situación compensaría casi totalmente la suba que podría producirse en el consumo masivo por los incrementos salariales, jubilaciones y planes sociales. Se trata de un primer ejercicio hipotético, pero improbable.

El caso opuesto, en que el gobierno no se preocupa por el deterioro fiscal, supone que los subsidios seguirán creciendo nominalmente como en el primer bimestre de 2012 (29,3%, llegando a \$96.325 millones en el año). Bajo este escenario inercial, el total del gasto primario crecería un 27,4% y se finalizaría el año con un déficit primario del 0,6% del PIB (frente a superávit del 0,3% en 2011). En este escenario, si el ajuste no realizado en los subsidios (\$36.452 millones) debe ser financiado mediante adelantos adicionales del BCRA, éstos deberían aumentar un 54,3% respecto a su valor de cierre en 2011. Resultaría técnicamente plausible, dada la ampliación en los límites de financiamiento al Tesoro que supone la reforma a la Carta Orgánica del BCRA, aunque con previsibles impactos monetarios y sobre los precios.

Otro escenario surge de plantear que los subsidios mantendrán su valor real en 2012 y por lo tanto su crecimiento nominal sería de 22,7% este año (ascenderían a \$91.408 millones). Bajo esta situación, el total del gasto primario crecería un 26,2% y se finalizaría el año con un déficit primario del 0,4% del PIB. En este caso, si el ajuste no realizado en los subsidios (\$31.536 millones) debe ser financiado mediante adelantos del BCRA, su incremento resultaría de aproximadamente un 47% respecto a 2011.

Finalmente se considera una situación de ajuste intermedio en donde los subsidios se mantienen durante 2012 nominalmente iguales al año previo. El ajuste de los subsidios en términos reales

sería en este caso del 18,5% (\$16.911 millones), equivalente a un 1,6% del consumo privado de 2011. El ajuste no realizado (\$14.625) debería ser financiado con un aumento del 21,8% en los Adelantos Transitorios del BCRA.

Dada la evolución fiscal en lo que va del año, el escenario más probable para 2012 en materia de subsidios es el que se ubica entre la situación inercial y el ajuste moderado, con un déficit primario del orden del 0,5% del PIB (incluyendo utilidades de BCRA y ANSES), y necesidad de adelantos adicionales del BCRA en 2012 por más de \$30 mil millones. Ante tal perspectiva, es probable que el ajuste que no se observe directamente a través de la baja de subsidios se termine visualizando indirectamente, aunque con algunos rezagos, en mayor inflación, afectando por este canal los ingresos reales de las familias con ingresos fijos.

Ajuste en Subsidios y Resultado Fiscal

	2011	2012 Inercial	2012 Con Ajuste Moderado	2012 Con Ajuste Intermedio	2012 Con Ajuste Importante
Ingresos Totales	24,1%	22,8%	22,8%	22,8%	22,8%
Gasto Primario	32,1%	27,4%	26,2%	22,3%	18,9%
Crec. Subsidios (nominal)	55,1%	29,3%	22,7%	0,0%	-19,6%
Ajuste en Subsidios (% real)		-5,4%	0,0%	18,5%	34,5%
Crec. Resto GP	28,2%	26,9%	26,9%	26,9%	26,9%
Diferencia de Crecimiento (IT-GP)	-8,1%	-4,5%	-3,4%	0,5%	3,9%
Superávit Primario/PIB	0,3%	-0,6%	-0,4%	0,4%	1,0%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

Ajuste en Subsidios y Efectos sobre el Consumo y Financiamiento del BCRA

	2011	2012 Inercial	2012 Con Ajuste Moderado	2012 Con Ajuste Intermedio	2012 Con Ajuste Importante
Subsidios	74.497	96.325	91.408	74.497	59.872
Ajuste realizado		-4.917	-	16.911	31.536
En % del consumo privado		-0,5%	0,0%	1,6%	3,0%
Ajuste no realizado		36.452	31.536	14.625	-
En % de los Adelantos BCRA		54,3%	47,0%	21,8%	0,0%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

El siguiente cuadro muestra la evolución del límite legal establecido para los Adelantos Transitorios que el BCRA puede otorgarle al Tesoro Nacional. El año 2011 concluyó con un excedente del 4,6% (\$3.105 millones) y dados unos supuestos de crecimiento para este año en

ingresos fiscales (22,8%) y base monetaria (25%) se deduce que sin la reforma en la Carta Orgánica existirían problemas de financiamiento en los escenarios de menor ajuste en los subsidios. La contracara de esto es que el incremento en los Adelantos que permite la Carta Orgánica para este año es de \$73.103 millones, cifra que representa un 32,8% de la base monetaria de fin de 2011.

Adelantos Transitorios del BCRA

	Adelantos Transitorios	10% Ingresos	Límite Legal 12% Base Monetaria	Total	Excedente	Aumento en Base Monetaria
2011	67.130	43.484	26.751	70.235	3.105	
2012	67.130	53.399	33.438	86.837	19.707	8,8%
2012n	67.130	106.797	33.438	140.236	73.106	32,8%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea.

En Foco 1

La balanza comercial refleja el riesgo de un sobre-ajuste del sector externo para 2012

- La proyección de los datos desestacionalizados de los últimos cuatro meses, apunta a un superávit comercial de 14,7 mil millones de dólares en 2012, muy por encima de la meta extraoficial
- El grueso del ajuste se estaría produciendo por el lado de las importaciones y, dentro de éstas, en bienes de capital
- Las exportaciones industriales mostraron crecimiento cero en febrero, con caída en las ventas a los principales socios comerciales de la región (Brasil y Chile)

La serie desestacionalizada del comercio exterior argentino advierte sobre el riesgo de un sobre-ajuste en 2012. Con los datos hasta Febrero, y tomando las cifras desestacionalizadas de los últimos cuatro meses, por el lado de las exportaciones se proyecta una cifra de US\$84,8 mil millones para el año en curso mientras que, con la misma metodología, la proyección de importaciones arroja una cifra de US\$70,1 mil millones. Así, lo observado en los últimos cuatro meses estaría anticipando una ampliación del superávit comercial de US\$10,3 mil millones en 2011 a US\$14,7 mil millones en 2012. Pero eso no es todo. Dado que para 2012 se prevé un aumento de las importaciones energéticas, las cifras de los últimos cuatro meses predicen un achicamiento de las importaciones por fuera de combustibles de 11,7% respecto de los US\$64,5 mil millones observados en 2011. Un ajuste de esa magnitud sólo es consistente con una marcada desaceleración en el ritmo de crecimiento del PIB. Adicionalmente, las cifras de Febrero muestran que el grueso del ajuste se empieza a concentrar en la variable más relevante para el crecimiento de largo plazo, el de las importaciones de bienes de capital.

Comercio exterior: proyecciones en base a la serie desestacionalizada

En los años 2008 a 2010, la crisis internacional, los fuertes movimientos hacia arriba o hacia abajo de los precios de las commodities y la acelerada recomposición producida luego del piso de principios de 2009, afectaron el poder predictivo de las series desestacionalizadas del comercio exterior. Sin embargo, en contextos en los cuales los precios internacionales no cambian tan radicalmente, estas series desestacionalizadas pueden ayudar a anticipar las tendencias tanto por el lado de las exportaciones como de las importaciones y, por ende, del saldo comercial.

Así, por ejemplo, entre los años 2004 y 2007, los números definitivos del comercio exterior de cada año coincidían en forma significativa con lo observado a principio de cada uno de esos años (tomando el cuatrimestre compuesto por noviembre y diciembre del año anterior y enero y febrero del año en cuestión). Por ejemplo, en 2006, extrapolando los datos de cuatro meses hasta febrero de ese año, surgía un monto de exportaciones estimado de US\$43,3 mil millones, que compara con un observado a fin de ese año de US\$46,4 mil millones. Por el lado de las importaciones, extrapolando se tenían US\$31,4 mil millones mientras que el observado resultó ser de US\$34,1 mil millones. Así, el saldo comercial que podía proyectarse con los datos a Febrero de 2006 (US\$11,9 mil millones) no difirió significativamente del superávit observado, que fue de US\$12,3 mil millones. Como se observa en el cuadro adjunto, la diferencia entre el saldo comercial proyectado por las variables desestacionalizadas y el observado varió de US\$235 millones en 2004 a US\$1.840 en 2007.

Aplicando esta metodología para los datos que se conocían a Febrero de 2011, podían proyectarse exportaciones por US\$75,3 mil millones e importaciones por US\$65,1 mil millones, es decir, un saldo comercial de US\$10,3 mil millones para el total de 2011. En la realidad, el saldo comercial terminó siendo casi igual al proyectado aunque la trayectoria de las exportaciones y las importaciones en 2011 fue por encima de lo que surgía de los datos de



principio de año. Una de los principales factores explicativos para esa diferencia fue lo que ocurrió con los precios internacionales de las materias primas que registraron un recorrido ascendente a lo largo de los tres primeros trimestres del año pasado.

Pues bien, ¿qué indican los datos de las variables desestacionalizadas de exportaciones e importaciones observados en los últimos cuatro meses? Se proyecta, según esos guarismos, un nivel de exportaciones de US\$84,7 mil millones y un nivel de importaciones de US\$70,1 mil millones, es decir, un saldo comercial de US\$14,7 mil millones. En la medida en que los precios internacionales de los productos que exporta Argentina no fluctúen de forma inesperada, podría considerarse que este guarismo de balanza comercial superior en US\$4,7 mil millones a “la meta” extraoficial, es una variable a tener en cuenta y que, en principio, estaría reflejando el riesgo de un sobre-ajuste en el sector externo argentino.

El riesgo mencionado es más nítido si se tiene en cuenta que la proyección de importaciones para 2012 incluye un monto significativo y creciente de compras al exterior de recursos energéticos. El neto de importaciones sin contar energía, de confirmarse la proyección en base a la serie desestacionalizada, sería una cifra del orden de los US\$57 mil millones en 2012. ¿Cuánto se importó neto de energía en 2011? La cifra fue de US\$64,5 mil millones, con lo cual, la proyección para 2012 estaría arrojando un muy fuerte ajuste, del orden del 11,7% (en general estas cifras coinciden con variaciones negativas del PIB).

Comercio exterior de Argentina

Millones de dólares

	Predicción, promedio 4 meses desestacionalizados**			Observado a fin de cada año			Saldo comercial. Diferencia entre predicción y observado
	EXPO	IMPO	SALDO	EXPO	IMPO	SALDO	
2004	31.497	19.629	11.868	34.550	22.447	12.103	-235
2005	37.512	26.142	11.370	40.352	28.689	11.663	-293
2006	43.341	31.452	11.889	46.421	34.153	12.268	-379
2007	50.304	37.395	12.909	55.776	44.707	11.069	1.840
2011	75.348	65.091	10.257	84.269	73.923	10.346	-89
2012	84.750	70.077	14.673				

* no se analizan los años 2008-2010 por factores extraordinarios que impactaron sobre el comercio de aquellos años

** promedio entre noviembre, diciembre, enero y febrero

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Lo que surge de los datos de Febrero

Dejando de lado la serie desestacionalizada y concentrándonos en los datos de comercio exterior publicados esta semana, se tiene que el sobre-ajuste que se insinúa para el sector externo parece concentrarse en la variable menos aconsejable, las importaciones de bienes de capital.

En Febrero, mes en el cual entró en vigencia la declaración jurada anticipada de importación (DAI), las compras totales al exterior registraron una caída de 1% interanual, después de 26 meses consecutivos de aumentos interanuales. Si bien las compras al exterior ya venían mostrando una importante desaceleración, en febrero las importaciones pasaron a terreno negativo, sin que todavía pueda estimarse cuánto de esto se debió a los controles y cuánto al menor ritmo de actividad local.

En Febrero 2012 las exportaciones argentinas subieron 12,8% interanual, producto de un aumento en las cantidades vendidas (14%) ya que los precios cayeron en promedio 1%. De todas formas, estos datos marcan una desaceleración respecto de la trayectoria de 12 meses ya

que comparan con un aumento de 21,1% anual. Respecto de los distintos rubros de exportación, las ventas de productos primarios marcaron un fuerte crecimiento en febrero e incluso aceleraron su ritmo respecto del promedio de los últimos doce meses. En efecto, las exportaciones de bienes primarios subieron 36,8% en Febrero contra 32,9% en doce meses. Por otro lado, las exportaciones de manufacturas de origen agropecuario (MOA) se incrementaron 14,4% en el mes, algo por debajo del ritmo de los últimos doce meses. Por último, las exportaciones de manufacturas industriales (MOI) no marcaron variación alguna respecto de febrero del año pasado, producto del menor comercio con Brasil. Esto implica una importante desaceleración respecto de la trayectoria de los últimos doce meses cuando las ventas de este tipo de productos subieron 18,6% interanual.

Comercio exterior argentino 2011

variación interanual

	últimos 12 meses	feb-12	Diferencia en p.p.
Exportaciones	21,1%	12,8%	-8,3
Primarios	32,9%	36,8%	3,9
MOA	20,2%	14,4%	-5,9
MOI	18,6%	0,0%	-18,6
Importaciones	24,9%	-0,9%	-25,8
Bienes de capital	16,0%	-18,7%	-34,8
Bienes intermedios	17,6%	-3,7%	-21,3
Piezas y accesorios	24,2%	10,2%	-14,0
Bienes de consumo	17,6%	-5,0%	-22,7
Vehículos automotores	20,4%	17,1%	-3,4

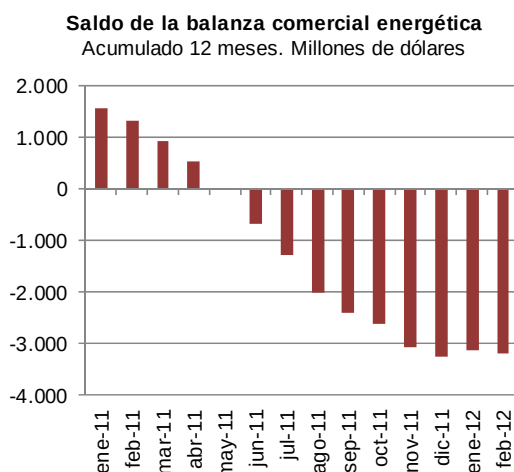
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Por su parte, las importaciones marcaron una variación interanual negativa, por primera vez en 26 meses. En Febrero las compras totales al exterior cayeron 1%, por una caída de 1% en las cantidades ya que los precios no mostraron variación respecto del año pasado. El mayor ajuste se observa en las importaciones de bienes de capital, con una caída de 18,7% interanual en Febrero. Respecto de la trayectoria de los últimos doce meses, la desaceleración es de 34,8 puntos porcentuales ya que compara con una suba de 16% anual. A su vez, las importaciones de bienes intermedios se redujeron 3,7% interanual mientras que las compras de bienes de

consumo cayeron 5%. La fuerte caída en las importaciones de bienes de capital fue parcialmente compensada por las importaciones de piezas y accesorios, que aumentaron 10,2% interanual en Febrero, aunque también disminuyeron su ritmo de crecimiento respecto de la trayectoria de doce meses.

Sector energético

El sector energético merece un análisis aparte, dado el fuerte impacto que tiene sobre la balanza comercial total. En Febrero, las exportaciones de combustibles se incrementaron 3,4% interanual mientras que las importaciones lo hicieron 19,1%. Esta diferencia entre el ritmo de crecimiento de las exportaciones vs el de las importaciones es lo que provocó en el último tiempo el fuerte deterioro que presenta el sector actualmente. En doce meses, el rubro de combustibles acumula exportaciones por US\$6,3 mil millones e importaciones por US\$9,5 mil millones. Así, el déficit comercial del sector energético se incrementa hasta US\$3,2 mil millones/año.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Por otro lado, se encuentran importantes diferencias en el análisis de precios y cantidades. Por el lado de las exportaciones de combustibles, en Febrero se registró una suba de 18% interanual en los precios y una caída de 12% en las cantidades vendidas. Por el contrario, los precios de las importaciones cayeron un 11% mientras que las cantidades compradas se incrementaron 34% interanual.

Sector energético

Febrero 2012. Variación interanual

	Valor	Precio	Cantidad
Exportaciones	3%	18%	-12%
Importaciones	19%	-11%	34%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

Exportaciones por destino

En Febrero las exportaciones a Brasil se contrajeron 9,3% respecto de igual mes del año pasado, marcando una merma de 24,9 puntos porcentuales contra el promedio de los últimos doce meses cuando la variación fue positiva en 15,6%. Esto tiene un fuerte impacto negativo sobre las exportaciones totales de la Argentina ya que el vecino país es el principal cliente, con una participación de 21% sobre el total de nuestras ventas. En el caso de las exportaciones argentinas hacia Chile, la caída registrada en Febrero fue incluso más marcada, de 17,4%. Por su parte, las ventas hacia el Nafta se redujeron 0,8% interanual y la brecha contra la trayectoria de doce meses se amplía a 22,2 puntos.

Como contrapartida, las exportaciones argentinas hacia China aceleraron su ritmo, pasando de crecer 12,2% en doce meses a hacerlo en 163% en Febrero. A su vez, las ventas hacia la UE se incrementaron 13,2% interanual, marcando una leve diferencia negativa contra la suba promedio de doce meses, de 14,6% interanual.

Exportaciones argentinas por destino

variación interanual

	últimos 12 meses	feb-12	Diferencia en p.p.
China	12,2%	163,0%	150,8
UE	14,6%	13,2%	-1,4
NAFTA	21,4%	-0,8%	-22,2
Brasil	15,6%	-9,3%	-24,9
Chile	9,8%	-17,4%	-27,2

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

En Foco 2

Salario real y competitividad, las dos caras de la moneda

- Los salarios han aumentado a una tasa del 32% en 2011 y acumulan una suba de 155% desde 2007, muy por arriba del incremento de los precios
- En años anteriores, el costo laboral por hora de Argentina representaba el 30% de Estados Unidos y el doble de México; sin embargo, para 2012, esos ratios pasarían a 50% del costo de Estados Unidos y el triple del de México
- La merma de la competitividad se acentúa si se consideran aumentos de costos no salariales y problemas de productividad por dificultades para el abastecimiento de insumos y bienes de capital importados

Un aumento en los salarios reales tiene dos caras: por un lado, los trabajadores mejoran sus ingresos laborales y motorizan el consumo y la actividad económica; por otro lado, los mayores costos laborales repercuten en la capacidad competitiva de las empresas. Por supuesto, la productividad es el factor que en el largo plazo permite conciliar los incrementos de ingresos con el mantenimiento de los costos laborales por unidad de producto. Sin embargo, la *productividad total de los factores*, el concepto más adecuado, crece muy moderadamente: las ganancias de productividad se basan en nueva tecnología y conocimientos incorporados y el esfuerzo necesario para este tipo de mejoras hace que los aumentos de productividad sean menores al 3% por año en los países avanzados. Por lo tanto, es razonable considerar que para mantener la competitividad, los salarios reales o en dólares deberían incrementarse a una tasa en esos valores.



Aquí mostraremos la evolución de los salarios y el costo laboral en los últimos años y monitoreamos el impacto de estos cambios en la competitividad, mostrando que los aumentos de costos laborales han sido mucho más fuertes que cualquier ganancia de productividad esperable en el corto plazo.

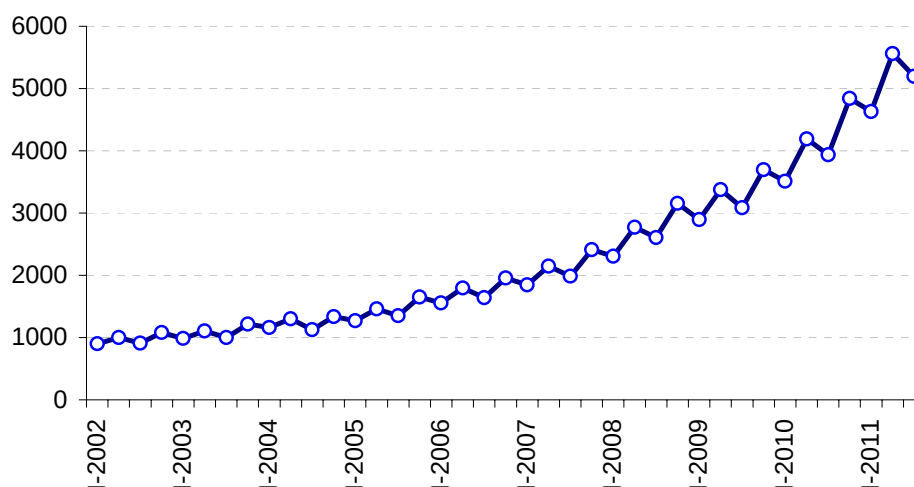
Salarios

Los salarios netos (nominales, es decir, sin ajustar por inflación) han aumentado un 155,4% entre 2007 y 2011, según la Encuesta Permanente de Hogares (EPH). En efecto, la tasa de crecimiento anual ha sido del 31% en 2008, ha bajado a 19% en 2009 y se ha acelerado a partir de allí para llegar nuevamente al 32% en 2011.

Estos datos representan a todos los empleos urbanos relevados por la EPH, trabajadores independientes, y asalariados formales e informales. Por otro lado, los datos del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), se restringe a los empleados formales y según esta fuente el incremento de los salarios de los empleos formales privados es de un 152,4% desde 2007, acumulando un incremento del 27% en 2008, de 17% en 2009, llegando a 32% en 2011.

Asimismo, el índice de salarios (que intenta reducir los efectos de cambio de composición) también muestra algo similar: entre 2007 y 2011 el aumento de salarios del sector público llega a 80%, mientras que el incremento en el sector formal alcanza al 144% y en el sector informal al 173%. En total, el incremento agregado calculado por este índice es de 134%.

Salarios medios del sector formal privado



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de M.Econ.

Salarios por sector

Esta evolución ha sido básicamente compartida por todos los sectores. Sin embargo, algunos de ellos han tenido un desempeño notable. Ejemplo de ello es el sector de *maquinarias y equipos* que vio incrementar el salario formal en 166% desde 2007 y un 34% en el último año (III trim 2011 vs III trim 2010). Por otro lado, el salario formal del sector *restaurantes y hoteles* se incrementó 132.4% y 29% en los mismos períodos. El sector de comercio, por su parte, muy importante en términos cuantitativos por su representatividad en el empleo, incrementó mucho el nivel salarial, acercándose a la media del salario formal: creció desde 2007 un 159,8%, pero su crecimiento más fuerte fue durante 2011, período en el cual los salarios formales aumentaron 34,8%. Por su lado, los salarios en *transporte, almacenamiento y comunicaciones* se incrementaron un 156.6% y 32.4% en los mismos períodos.



Costo laboral en dólares

Estos incrementos salariales, motorizados por paritarias muy activas durante 2011, implican un incremento sustancial de los ingresos de los trabajadores. Por ejemplo, la masa salarial formal aumentó un 38% interanual (tercer trimestre de 2011). Tomando en cuenta que los precios aumentaron en el período, el crecimiento del poder de compra es menor, pero igualmente fuerte: llega al 10%. Al analizar a todos los ocupados (sean formales o informales), el crecimiento llega al 8%. Esta mejora tan fuerte del poder de compra implicaba un motor en el consumo. (Las estimaciones muestran una clara desaceleración en el crecimiento del poder de compra de los salarios pero esto es para inicios de 2012.)

La contracara de esta mejora de ingresos es el empeoramiento en los costos laborales, particularmente cuando se mide el costo laboral en dólares. Esta medida es relevante en tanto es un indicador de competitividad, es decir, sobre todo para la industria manufacturera.

El costo laboral horario en dólares en la industria se incrementó en Argentina un 25% en 2010 y un 24% en 2011. En estos mismos períodos, en Estados Unidos los incrementos son de 3.6% y 1.8%. En México, por otro lado, los incrementos fueron del 16% y del 6%. Sólo en Brasil se encuentran cambios comparables con los de Argentina: 21% y 23% en 2010 y 2011 respectivamente.

Esta serie consecutiva de incrementos en los costos salariales tiene también un correlato en la comparación con 1997: si en 1997 el costo laboral por hora de Argentina representaba un 30% del de los Estados Unidos, en 2012 estaríamos llegando a una relación del 50%. Con México,

los guarismos de años anteriores marcaban una relación de 2 a 1 (para Argentina, el doble del costo por hora de México), mientras que en 2012 se aproxima a 3 a 1.

Costo Laboral Horario en Dólares

Industria manufacturera

País	1997	2009	2010	2011*	Variación 2011/2010
Estados Unidos	23.05	33.53	34.74	35.36	2%
Argentina	7.43	10.14	12.66	15.64	24%
Brasil	7.07	8.32	10.08	12.35	23%
México	3.47	5.38	6.23	6.59	6%

Nota: El dato de 2011 está actualizado por el IERAL, sobre la base de fuentes varias

Fuente: IERAL sobre la base de BLS.

En otras palabras, los indicadores muestran un fuerte incremento de los costos laborales, que se aceleran en los últimos años. Las mejoras de productividad pueden permitir un incremento de los salarios sin pérdida de competitividad, pero no hay ganancias de productividad reales que puedan absorber estos aumentos.

Costo laboral unitario

El Costo Laboral Unitario es una medida del peso del costo del factor trabajo sobre cada unidad producida. Es decir, incluye el efecto de la productividad: cuanto más se produce por trabajador el costo unitario baja. Aquí mostramos la evolución del índice del CLU en dólares para la industria manufacturera, comparando Argentina, Brasil, Estados Unidos y México.

Durante el año 2011 Argentina experimentó un aumento del 18.3% interanual del indicador. Por su parte en Brasil se incrementó un 16.6%. Las variaciones en el CLU se deben a los cambios en

dos factores: productividad y salarios en dólares. Estas fuerzas determinan el costo laboral unitario calculado por IERAL.

Las variaciones en el CLU calculado por el IERAL se deben a los cambios en cuatro factores: producción, obreros empleados, salarios y tipo de cambio. Al dividir la producción por la cantidad de obreros ocupados se obtiene cuánto produce cada uno (productividad), y al dividir al salario en dólares por la productividad se obtiene cuánto hay que pagarle a un obrero para producir una unidad de producto. Las variaciones anuales de la productividad, los salarios en dólares y el CLU para Argentina y Brasil se presentan en la siguiente tabla:

Argentina				
	<i>Variaciones anuales</i>			<i>Índice CLU-Desestacionalizado</i>
	<i>Productividad</i>	<i>Salarios en USD</i>	<i>CLU</i>	
2011	I	6.2%	27.2%	112.31
	II	5.7%	25.1%	117.66
	III	3.6%	23.5%	123.92
	VI	0.6%	17.1%	122.26
Brasil				
	<i>Variaciones anuales</i>			<i>Índice CLU- Desestacionalizado</i>
	<i>Productividad</i>	<i>Salarios en USD</i>	<i>CLU</i>	
2011	I	0.1%	21.3%	109.12
	II	-0.6%	24.5%	118.94
	III	-0.5%	15.6%	118.28
	VI	-1.6%	3.6%	112.02

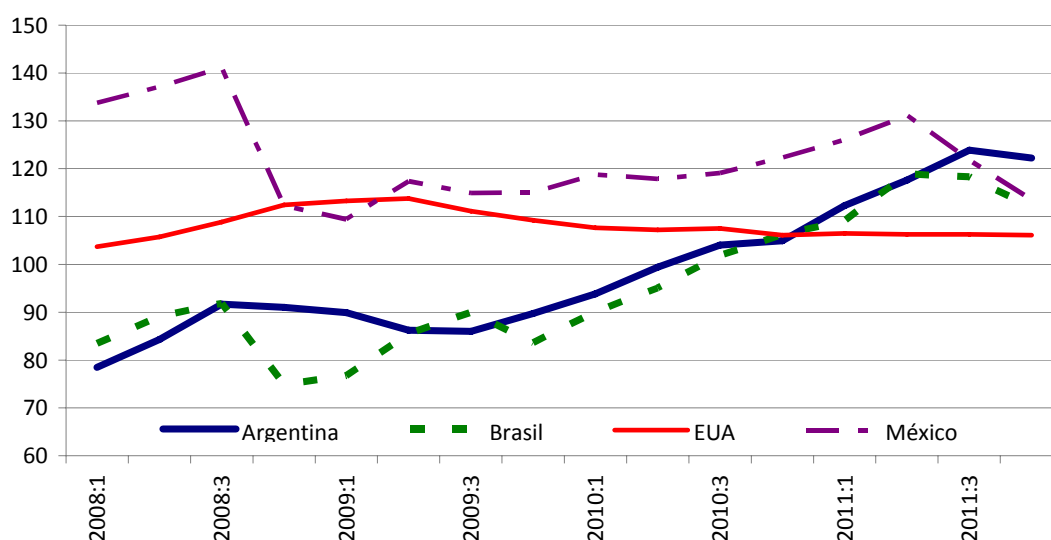
Fuente: IERAL en base a INDEC, IPEAdat, UIA y BCRA.

La tabla indica que si bien el aumento interanual del CLU fue más importante para Brasil durante los dos primeros cuatrimestres, la relación se revirtió en los últimos dos donde el aumento del indicador fue mayor para Argentina. Además la tabla nos muestra que en todos los casos el aumento del CLU se debió mayormente a aumentos en los salarios en dólares, y que la productividad experimentó una desaceleración en ambos países. De seguir con las tendencias

que surgen de los datos, podríamos esperar un alejamiento de los costos laborales en detrimento de Argentina.

Sin embargo, la comparación relevante no es sólo con Brasil, sino también con otros países de la región o incluso con países desarrollados. El gráfico muestra la evolución del CLU en dólares incluyendo a México y a Estados Unidos. La base es 1997, donde el valor del índice es 100 para todos los países. El hecho de que Argentina tenga hoy un valor de 122 mientras que Estados Unidos presente un valor de 106 indica que desde 1997 los costos laborales en dólares aumentaron 22 puntos más que la productividad en Argentina, mientras que en Estados Unidos el crecimiento de los salarios estuvo a tono con las mejoras de productividad. Brasil y México tienen valores de 113 y 112 respectivamente. En otras palabras, Argentina ha perdido rápidamente (en los últimos dos años) la fuerte competitividad con la que salió de la crisis de 2001. Ahora es según estos datos, menos competitiva en términos de costos laborales que en 1997.

Costo laboral unitario en dólares, 1997=100



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de INDEC, Ipeadata, INEGI y BLS.

Para que el costo en Argentina siga disminuyendo existen básicamente dos posibilidades: una es que la depreciación del peso sea la suficiente como para que el país permanezca “barato” y la

otra es que la productividad siga en aumento. Sin embargo para la productividad el panorama no es favorable si se considera diferentes efectos del marco económico sobre la productividad total de los factores.

Qué se puede esperar de la productividad?

La *productividad total de los factores* ha tenido una tendencia positiva en Argentina en los últimos años. Sin embargo, las ganancias de productividad son cada vez más difíciles de implementar, por lo que es esperable un menor crecimiento. Adicionalmente, las restricciones a las importaciones pueden mermar la capacidad competitiva y el crecimiento de la productividad por dos fuentes: en un primer término, por limitar las posibilidades de elección insumos; en un más largo plazo, por las dificultades para mejorar el *stock* de capital y su calidad.

Para analizar el primer punto, es conveniente mirar en qué medida la industria depende de insumos importados. Mientras más peso tengan las importaciones en el total de los insumos de la industria, más fuerte será el efecto que tendrá el cierre parcial de las mismas, debido a los costos que conlleva ajustar la producción.

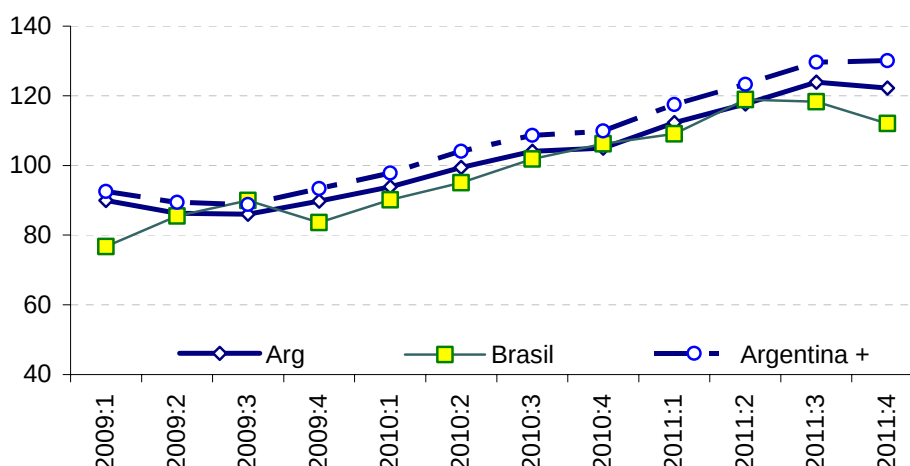
Una posibilidad para tener una idea sobre la relevancia de las importaciones es la de analizar el peso de las mismas en el total de los insumos utilizados por las empresas manufactureras, vía dos fuentes. La primera es la Encuesta a las Grandes Empresas del INDEC que recopila datos sobre las 500 empresas más importantes del país. Según estos datos, las importaciones constituyeron en promedio un 16% de los insumos intermedios desde 1993 hasta el 2003. Dado que esta serie se vio descontinuada para años más cercanos puede analizarse la segunda fuente que es más reciente. La encuesta a las empresas realizada por el Banco Mundial (no es comparable con la anterior) reporta que en el 2006 la participación de las importaciones era del 24.6% para el total de la industria manufacturera y que en 2010 el mismo dato fue de 27.2%. Esta variación, por el otro lado, se corresponde con el índice de cantidades de Bienes Intermedios Importados. Esta es una proporción relevante, que ciertamente tendrá impacto económico sustancial.

En el paper titulado “Trade Adjustment and Productivity in Large Crises”, los autores Gopinath y Neiman proponen un marco teórico para analizar el efecto de la reducción en las importaciones y lo aplican al período de crisis del 2001-2002 en Argentina. Lo hacen con el fin de medir y caracterizar la reducción en la productividad total de los factores para el sector manufacturero. Básicamente el nexo entre el cese de importaciones (en 2002 por aumento del precio por la devaluación) 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, porque son de inferior calidad o porque son más caros) hay un efecto directo sobre la distribución de los recursos. Este efecto es captado por la productividad de cada empresa y repercute negativamente en la competitividad del sector industrial.

Según el modelo cuantitativo presentado en ese trabajo, una caída de las importaciones en dólares de un 69% en 2002 fue de la mano de una caída del 3.5% de la productividad del sector manufacturero. Utilizando como base este modelo podríamos decir que una disminución del valor en dólares de las importaciones de un –por ejemplo- 35% derivadas de las restricciones al comercio internacional llevaría a una reducción en la productividad manufacturera de aproximadamente 1.8%. Claro que hay razones para pensar que el efecto sería mayor: en 2002 hubo un cambio en precios que llevó a que las empresas decidieran qué insumos comprar localmente y cuáles importar (por ejemplo, porque la sustitución era difícil o muy cara). En el caso en que algunos insumos importados dejan de estar disponibles el problema puede ser mucho mayor y más costoso.

Cabe aclarar que este efecto sobre costos no va a estar reflejado en el CLU tal cual se calcula por lo que este efecto amerita una corrección. Otra corrección adicional, que tampoco la captan las definiciones de los índices disponibles, es el cambio en los costos laborales no salariales: tanto las contribuciones patronales como los costos asociados a los riesgos de trabajo han aumentado. El siguiente gráfico muestra que de incluir estos costos adicionales la brecha con Brasil se amplía en casi 8 puntos porcentuales.

Índice desestacionalizado de Costo Laboral Unitario en Dólares



Nota: En la serie Arg + se muestra también una estimación del efecto de aumentos en contribuciones, ART y juicios laborales y en el IV.2011 de la caída de productividad por limitación de importaciones.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea sobre la base de EIM, UIA, IPEAdata, BCRA y otros.

Otro aspecto, que se reflejaría en el CLU en el largo plazo, es el potencial efecto de las limitaciones a las importaciones de bienes de capital o sus partes. Gran parte de las máquinas que incorporan las empresas industriales para la producción son importadas. Esta importación de equipos es muy importante para las ganancias de productividad dado que permiten acercarse a la frontera tecnológica en algún grado. Según la Encuesta Nacional sobre Innovación y Conducta Tecnológica la incorporación de maquinaria y equipo representa más del 60% del gasto en actividades de innovación. Afectar este canal repercute negativamente en las mejoras en procesos o productos de las empresas industriales.

Adicionalmente, y de manera más evidente, los nuevos feriados también impactan en el CLU. Por ejemplo, cinco nuevos feriados podrían reducir el producto por trabajador en un 2%. Este efecto, sin embargo, se ve reflejado en el CLU de manera directa (bajando el nivel de



producción) y no requiere ninguna corrección al índice. Por su lado, el efecto de los bienes de capital también se reflejarían en el largo plazo.

Por lo tanto si la reducción en las importaciones tuviera el efecto argumentado en el paper, podríamos esperar un aumento del costo laboral unitario proveniente de que misma cantidad de obreros producirían menos producto en el sector manufacturero.

Si a esto le sumamos el comportamiento de los salarios... seguiríamos perdiendo terreno respecto de Brasil y del resto de los socios comerciales.

En Foco 3

Los balances de empresas de gas y energía eléctrica reflejan la delicada situación del sector energético

- La facturación de las empresas vinculadas a la distribución de gas se ubica en el nivel más bajo desde 1997, equivalente a 0,24% del PIB
- En el caso de la energía eléctrica, las generadoras han escapado del congelamiento tarifario
- En cambio, las distribuidoras, que antes facturaban por el equivalente a entre 0,6% y 0,7% del PIB, ahora lo hacen por apenas 0,25% del PIB

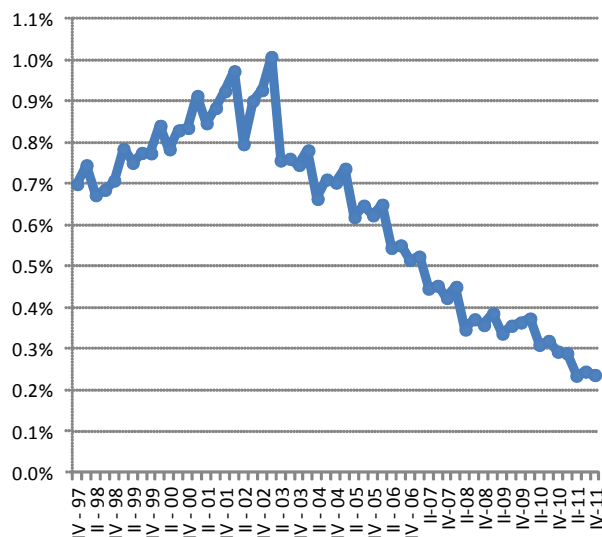
En los últimos dos meses se han observado marchas y contramarchas respecto de la quita de subsidios en las facturas de servicios de energía eléctrica y gas. El objetivo que se persigue es achicar subsidios, aunque más por motivos fiscales que para recomponer ingresos de productores y prestadores de servicios energéticos, de modo de incentivar la inversión y la oferta en este sector. Es decir, la relación entre la quita de subsidios y el reacomodamiento de la facturación de las firmas proveedoras de servicios -cuando menos- no sería directo.

¿Qué reflejan, en ese sentido los balances contables de un panel fijo de empresas del sector del gas y del sector de energía eléctrica?

Sector del Gas

Como muestra el gráfico adjunto, las empresas de gas han perdido sustancialmente el margen a partir del congelamiento tarifario dispuesto en 2001. Si bien ha habido algunas actualizaciones a nivel de clientes corporativos, las tarifas para usuarios residenciales han permanecido prácticamente ancladas. En este contexto, para este conjunto de empresas distribuidoras de gas, la facturación se ha desplomado en relación al PIB, pasando de medir 0,9 puntos porcentuales del producto en 2001/2 a casi 0,2 puntos hacia fines del año pasado.

Empresas Distribuidoras de Gas: Facturación / PIB (%)
en base a un panel fijo de 6 empresas del sector



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCBA e INDEC



Sector de Energía Eléctrica

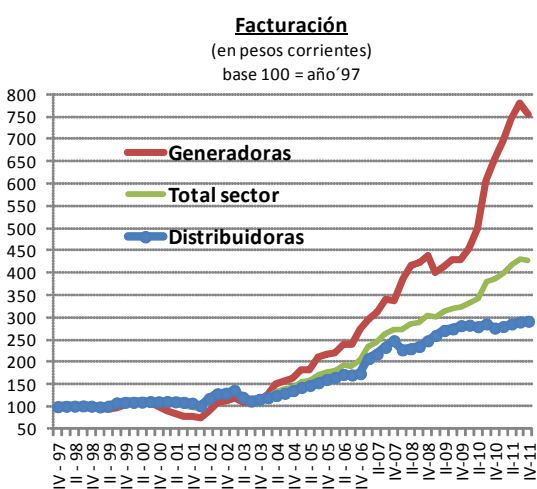
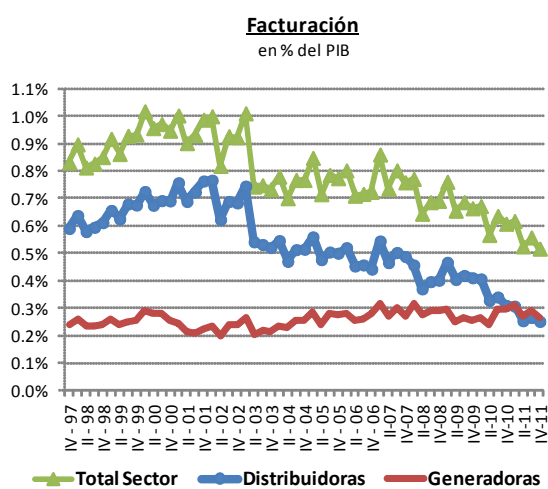
Para el conjunto de empresas vinculadas a la prestación del servicio de energía eléctrica, el comportamiento ha sido similar. Aunque aquí vale hacer una distinción entre las empresas generadoras de energía eléctrica y las empresas distribuidoras.

Como se observa en el gráfico de la izquierda, la facturación agregada sobre el PIB, para un panel fijo de firmas del sector, pasó de promediar 0,9 puntos del producto en los años previos a la devaluación, a casi 0,5 puntos en 2011. Esto es, hoy se factura con la mitad en términos del PIB de lo que se facturaba antes del congelamiento tarifario. Como se observa, la caída viene dada por el lado de las empresas distribuidoras que hoy facturan 0,25 puntos del PIB, menos de la mitad del guarismo registrado en 1997/8. Por su parte, las empresas generadoras de energía eléctrica han mantenido, e incluso aumentado, su nivel de facturación respecto de aquellos años.

El gráfico de la derecha muestra, mediante un índice con base 100 en el último trimestre de 1997, que la facturación de las firmas distribuidoras -medida en pesos corrientes- se triplicó a lo largo de la serie pasando de 100 puntos a 300, mientras que la de las empresas generadoras se ha multiplicado 6,5 veces. Asimismo, los datos del cuarto trimestre del año pasado confirman que el resultado operativo –proxy de la liquidez/“caja”- de las empresas distribuidoras, ya se encuentra en terreno negativo.

Empresas de Energía Eléctrica

en base a un panel fijo de 7 empresas del sector



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ datos BCBA e INDEC

En Foco 4

Internacional: Tras la reestructuración de la deuda griega, vuelven a primer plano las trayectorias divergentes de los países de la eurozona

- En Alemania, que creció 3,7% y 3% en 2010 y 2011, no van a tardar en cobrar fuerza las demandas por una política menos expansiva del Banco Central Europeo
- En cambio, la mayoría del resto de los países todavía atraviesan ciclos recesivos, con aumento del desempleo
- La deuda con los acreedores privados de Grecia se refinanció a plazos razonables y bajas tasas de interés, pero aún así subsiste la incertidumbre acerca de la capacidad de recuperación de la economía helénica

El rol del Banco Central Europeo ha sido clave en los últimos pasos dados por la región agrupada en torno al Euro. La fuerte expansión monetaria ha viabilizado una reestructuración de deuda en Grecia, un panorama de menor incertidumbre y tasas más bajas de financiamiento para los países de la región. Se han frenado, por el momento, los riesgos de contagio sobre otros países y los mercados han entrado en un terreno de tranquilidad. Sin embargo, los problemas de fondo siguen estando, con el agravante de que estas políticas muy expansivas generen efectos no deseados sobre países como Alemania, profundizando así las diferencias con sus socios, dando paso a nuevas tensiones en el mediano plazo. La medicina que la máxima autoridad monetaria utiliza para algunos podría estar enfermando a otros.

Grecia ya lleva 4 años de recesión, y 2012 no sería la excepción: se estima que su economía podría contraerse más de un 4% este año. Ha podido reestructurar recientemente su deuda, evitando el default, pero asumiendo fuertes compromisos (reforma en el gasto en jubilaciones y pensiones, reforma laboral para alinear salarios con los de los países centrales, todo a la par de una recaudación más estricta). Las dudas sobre el país helénico continúan vigentes. La

reestructuración alargó los plazos de vencimiento de la deuda hasta 30 años, con intereses del 2% anual hasta 2015, 3% hasta 2021 y 4,3% para los años siguientes, pero aún así no hay seguridad de que pueda hacer frente a sus obligaciones.

Alemania se ha estado beneficiando de tasas de interés históricamente bajas, que impulsaron inversiones, y de la debilidad del euro resultante de las políticas expansivas del BCE, que incentivó sus exportaciones. Su economía se diferenció fuertemente del resto de los países en los últimos años, creciendo 3,7% en 2010 y 3% en 2011. Pero por otro lado, las tasas de interés bajas han impulsado al alza los precios de las viviendas, y en promedio han registrado un incremento del 5% en 2011 (en algunas zonas aumento de los precios en dos dígitos), duplicando su tasa de inflación de 2,3% anual. Si los temores sobre la conformación de una burbuja en el sector inmobiliario terminaran materializándose, Alemania comenzaría a demandar una mayor absorción monetaria por parte del Banco Central, en detrimento del resto de países que podrían no haber salido todavía del terreno negativo. La divergencia económica que hoy se observa entre los países de la región podría profundizarse, poniendo al Banco Central en una encrucijada.

La heterogeneidad entre los países de la región puede observarse en los siguientes gráficos, que muestran la evolución de la producción industrial para toda la región y para países seleccionados. Como se observa en el próximo gráfico, la Eurozona, en su conjunto, todavía no ha recuperado los niveles de producción previos a la crisis. 2011 terminó con una caída en la producción del 1,8% interanual. Los primeros datos de este año no parecen mostrar un cambio de tendencia, con una industria estancada.

En los dos gráficos siguientes se puede observar la marcada diferencia en la evolución de la industria alemana respecto al resto. A la izquierda se comparan la producción industrial de Alemania y Francia: mientras Alemania recupera los niveles alcanzados en enero de 2008, Francia se ubica todavía un 12% por debajo de los niveles que registrara antes de

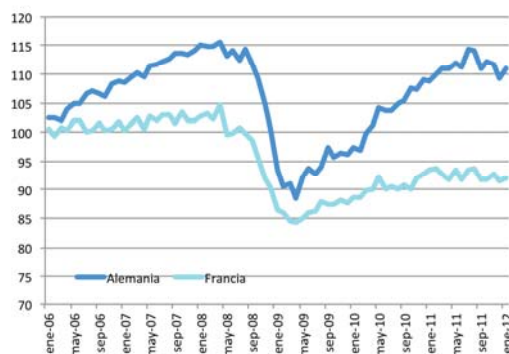
la crisis. En enero de este año la industria alemana mostró una variación positiva de 1,5% mensual, sin embargo, había venido contrayéndose en los últimos meses.

Eurozona: Producción industrial
Índice base 100=2005



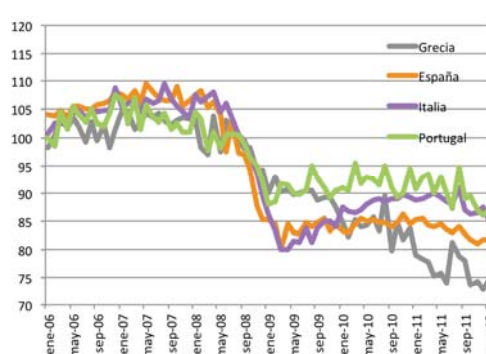
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat

Producción industrial: Alemania y Francia
Índice base 100=2005



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat

Producción industrial: PIIGS
Índice base 100=2005



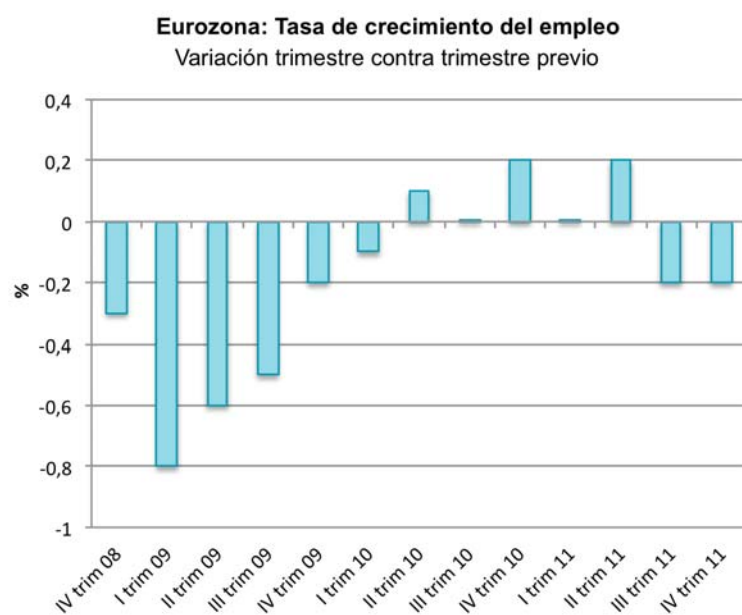
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat

A la derecha se muestra la evolución de la industria en los PIIGS (se excluye Irlanda, que

se diferencia de este grupo por haber recuperado los niveles de producción previos a la crisis). En el caso de Portugal y España se observa no sólo que no han recuperado los niveles de producción de comienzos de 2008, sino que además se mantienen en los bajos niveles que alcanzaran durante la crisis. En este sentido, Italia se diferencia por haber mostrado una mejor evolución, aunque muy lejos de los resultados alemanes, mientras que en Grecia la producción industrial ha seguido cayendo por debajo del piso de la crisis. En enero, todos estos países menos España, mostraron variaciones mensuales positivas, con que fuerza podrá sostenerse este rebote.

A continuación se muestra la evolución del empleo en la región. Los últimos datos refieren al cuarto trimestre del año pasado y muestran que durante 2011 el empleo se estancó. Como se puede observar en el gráfico, la variación contra el tercer trimestre del año marca una caída de 0,2%. El empleo industrial muestra estancamiento, pero el sector construcciones se destaca, por mostrar el peor resultado, una caída de 4,8% respecto a un año atrás.

Si se observa la evolución del empleo en los países antes mencionados se verifica creación neta de empleo en Alemania, a la par de fuerte destrucción en Grecia, Portugal y España (-8,5%, -3,1% y -3% interanual respectivamente. Italia, que venía mostrando una modesta creación de empleo, pasó a terreno negativo en el último trimestre de 2011, mientras que Francia continúa creando empleo a tasas inferiores al 1% anual.



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat