

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

Investigadores:

Jorge Vasconcelos
(Coordinador)

Editorial
Jorge Day

En Foco 1
Guadalupe Gonzalez

En Foco 2
Augusto Terracini

En Foco 3
Eliana Miranda

Edición y
compaginación:
Karina Lignola

www.ieral.org

Editorial: *El débil crecimiento de Brasil afecta particularmente a la región Pampeana* 2

- El 25% de las exportaciones de la región pampeana se dirige al vecino país, y en 2012 se advierte estancamiento en vehículos y caída en despachos de trigo y harina, papas preparadas y leche, entre otros
- El NOA, se beneficia por un fuerte incremento de exportaciones de porotos, mientras que para el NEA el impacto es mixto, con caída de pasta de madera y yerba y aumento en arroz
- La Patagonia se ve afectada por una merma en los despachos de manzanas, mientras que Cuyo mejora en vinos pero retrocede en ajo y aceitunas preparadas

En Foco 1: *En los últimos doce meses, pese a un deterioro en los términos de intercambio, el peso acentuó el ritmo de apreciación S* 7

- Comparando el primer trimestre de 2011 con igual período de 2012, se registró una desmejora del 5,4% en los términos de intercambio y, pese a ello, el peso se apreció 11,2% en términos reales contra la canasta de monedas
- En el período 2005-2011, la tendencia de apreciación de la moneda local se justificó por una sostenida y significativa mejora en la relación de precios de exportación vs los de importación
- En esta medición vinculada al comercio exterior, comienza a incidir en forma negativa la pérdida del autoabastecimiento energético

En Foco 2: *En el último año el ritmo de creación de empleo se redujo a la mitad con relación al período post-crisis* 11

- La tasa de empleo fue de 42,3% en el primer trimestre del 2012, retornando al nivel del primer trimestre del 2009. La tasa de desocupación fue de 7,1%
- Se redujo a 32,8% la proporción de informales con respecto al total de asalariados
- El análisis por regiones indica que no todas han desacelerado, aunque la Pampeana y la del Gran Buenos Aires lo han hecho con fuerza

En Foco 3: *Internacional: Mayor flexibilidad en la Eurozona por Grecia y España, pero de alcance incierto* 16

- Dominan la agenda de corto plazo el mecanismo para recapitalizar bancos en España y el mayor gradualismo del que dispondrá el nuevo gobierno griego para alcanzar las metas comprometidas
- Para fin de mes se esperan acuerdos políticos en la Eurozona, que permitan potenciar el poder de fuego de los fondos de intervención
- Mientras tanto, el dólar y los bonos estadounidenses siguen captando la liquidez de una economía mundial en la que prima la aversión al riesgo

Editorial

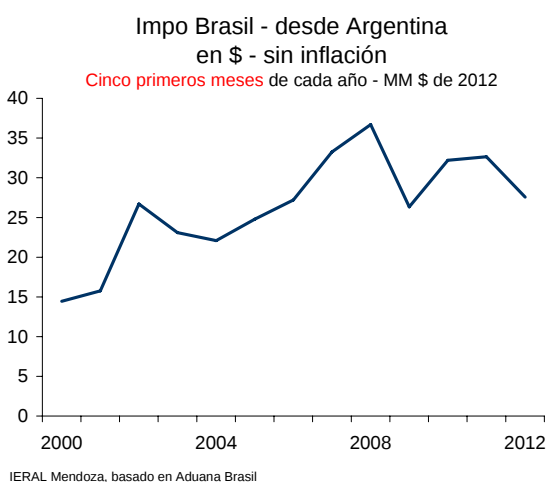
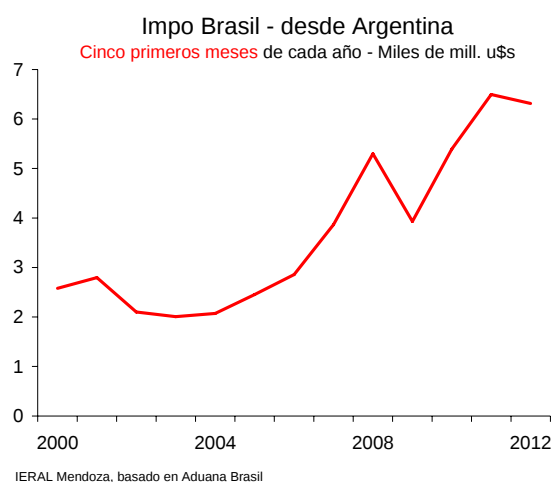
El débil crecimiento de Brasil afecta particularmente a la región Pampeana

- El 25% de las exportaciones de la región pampeana se dirige al vecino país, y en 2012 se advierte estancamiento en vehículos y caída en despachos de trigo y harina, papas preparadas y leche, entre otros
- El NOA, se beneficia por un fuerte incremento de exportaciones de porotos, mientras que para el NEA el impacto es mixto, con caída de pasta de madera y yerba y aumento en arroz
- La Patagonia se ve afectada por una merma en los despachos de manzanas, mientras que Cuyo mejora en vinos pero retrocede en ajo y aceitunas preparadas

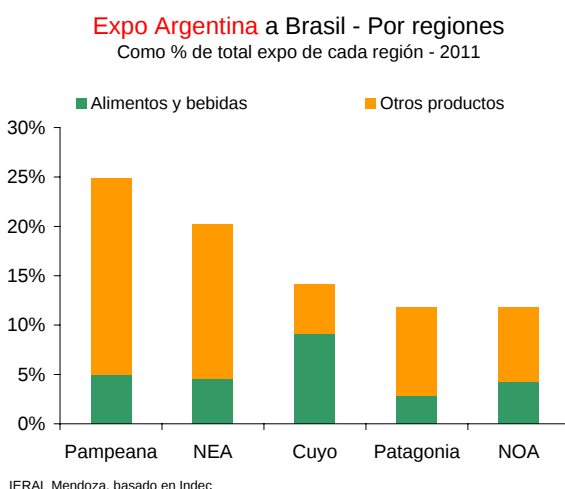
Hay señales de menor actividad económica en nuestro país, y en parte se explica porque viene perdiendo fuerza la demanda de bienes, entre ellas la proveniente de Brasil. En estos últimos meses, su economía ha crecido muy lentamente, y además su moneda ha perdido valor, con respecto al dólar. Ambas fuerzas juegan a un estancamiento en sus importaciones de productos extranjeros, especialmente los de origen argentino. Este hecho afecta particularmente a aquellas economías regionales más dependientes de la economía carioca, entre las cuales está la región Pampeana.

¿Están importando menos los brasileiros? Tomando los primeros cinco meses del año, sus importaciones se han casi estancado, luego de venir creciendo a fuerte ritmo. Y si se consideran sólo las compras de productos argentinos, las mismas muestran una leve caída del 3% (gráfico de la izquierda). Además, con un dólar oficial (el relevante para exportaciones) que rinde menos en nuestro país, implica menor capacidad de compra para los exportadores argentinos (-15%, ver gráfico de la derecha).

En dólares	En \$ sin inflación (capacidad de compra de exportadores)
------------	--



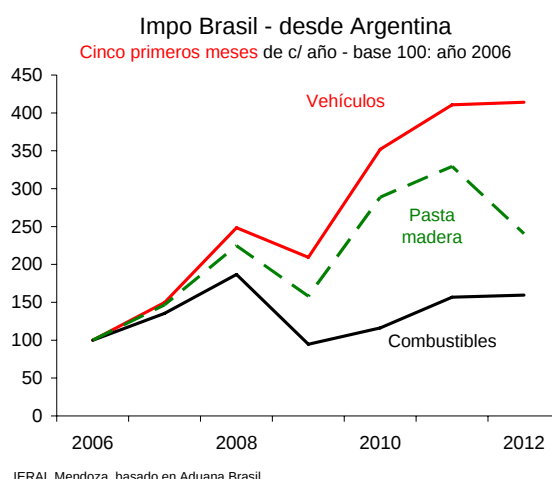
¿Cómo afecta a las regiones argentinas? Acorde a su dependencia, atendiendo al porcentaje de sus exportaciones que se destinan a Brasil. Excluyendo a la Ciudad de Buenos Aires, se puede decir que la región Pampeana es la más dependiente (un 25% de sus exportaciones van dirigidas a ese país). Le sigue el Nor Este Argentino (NEA) (20%).



En el gráfico, se desagregaron estas ventas externas en alimentos y bebidas, y las otras. En Cuyo es donde los alimentos y bebidas tienen más importancia que el grupo de los otros productos. ¿Cuáles son esos **otros productos**? Hay una gran variedad, especialmente en la región Pampeana, y se destacan:

- Vehículos y sus partes (región Pampeana y Tucumán)
- Petróleo y combustibles (Patagonia, Buenos Aires, y Salta)
- Madera y subproductos (Nor Este Argentino, principalmente Misiones).

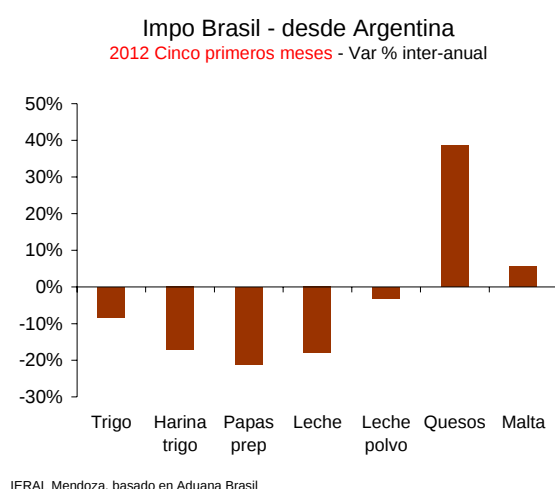
Obviamente, los dos primeros tienen mucho mayor peso que el tercero. El gráfico siguiente muestra la dinámica de las importaciones brasileñas de estos productos argentinos.



Luego de un fuerte incremento en las exportaciones de vehículos y sus partes, en los primeros cinco meses de este año se observa un estancamiento en montos (con una caída en cantidades vendidas). Similar situación se da en materia de combustibles. En cambio, en madera y sus subproductos las ventas a Brasil han tenido una importante caída, afectando así a la economía misionera.

En cuanto a los **alimentos y bebidas** importados por Brasil, su comportamiento ha sido variado. Comencemos con aquellos de mayores montos en la región Pampeana. En varios (trigo, harina de trigo, papas preparadas y leche) se ha observado una disminución entre el 10% y el

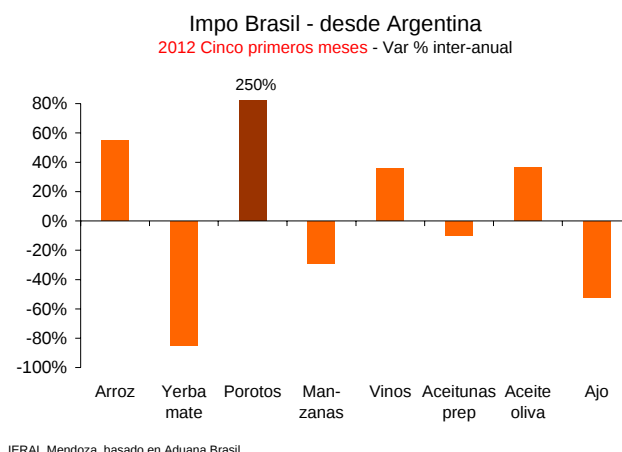
20% en dólares, en los primeros cinco meses del año. Cada caso tuvo su particularidad. Por ejemplo, los menores montos exportados de trigo se debieron a menores precios (puesto que se ha vendido mayor volumen de trigo), mientras que en papas preparadas ocurrió lo contrario (los menores montos se debieron a menores volúmenes exportados). Como caso especial, ha sido importante el aumento en las ventas de queso, que ya venía creciendo a fuerte ritmo.



Pensando en la región Pampeana, el aporte brasilero no ha sido favorable en la primera parte de este año. Ha habido una disminución en los montos exportados en productos primarios y alimentos, y se han estancado sus ventas de vehículos, autopartes y combustibles.

En cuanto a las otras regiones, en Cuyo son más relevantes las exportaciones de alimentos y bebidas. En la primera parte de este año, las exportaciones de estos productos han sido bastante heterogéneas. Han mejorado las ventas de vinos y de aceite de oliva (éstas últimas con menor precio), mientras que han caído significativamente las de ajo (su precio internacional se derrumbó) y también disminuyeron en menor porcentaje las de las aceitunas preparadas.

Para las otras regiones, también han sido heterogéneas las ventas a Brasil. Ha habido fuerte incremento en porotos (que beneficia a Salta) y mejora también en las exportaciones de arroz (Corrientes y Entre Ríos), mientras que disminuyeron significativamente las ventas externas de yerba mate a Brasil, aunque constituye un destino marginal para este producto. Para el Alto Valle las noticias no han sido buenas ante las menores ventas de frutas frescas a ese país.



Concluyendo, Brasil se desinfla como motor de la economía argentina. El impacto carioca no es homogéneo desde una óptica regional. La región Pampeana es la más afectada, con ventas externas de vehículos y de combustibles que se estancan en montos (y caen en cantidades), y con disminución en otros productos relevantes (trigo, leche, papas preparadas). También han disminuido las importaciones brasileiras de frutas frescas, perjudicando al Alto Valle. Para Cuyo ha habido buenas y malas, exportándose más vinos pero con fuerte caída en ajos.

Pensando en el futuro, se espera una recuperación moderada de la economía brasileira, que se ve compensado con el debilitamiento de su moneda, que implica que los productos argentinos parecen más caros. Es decir, no se espera un escenario tan favorable como en el año 2010.

En Foco 1

En los últimos doce meses, pese a un deterioro en los términos de intercambio, el peso acentuó el ritmo de apreciación

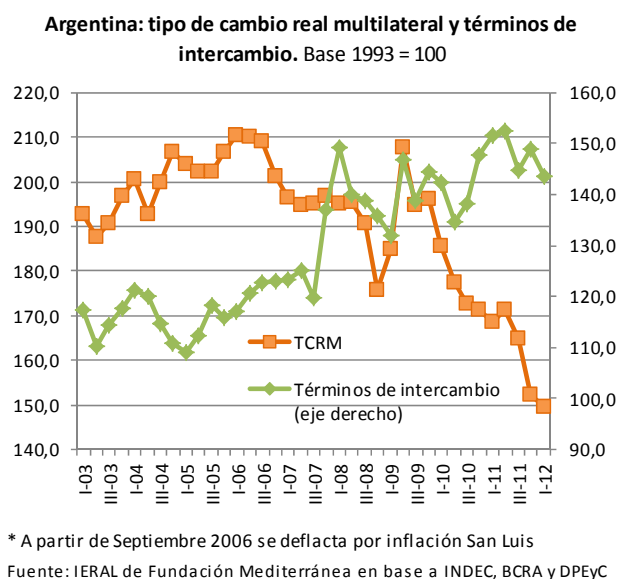
- Comparando el primer trimestre de 2011 con igual período de 2012, se registró una desmejora del 5,4% en los términos de intercambio y, pese a ello, el peso se apreció 11,2% en términos reales contra la canasta de monedas
- En el período 2005-2011, la tendencia de apreciación de la moneda local se justificó por una sostenida y significativa mejora en la relación de precios de exportación vs los de importación
- En esta medición vinculada al comercio exterior, comienza a incidir en forma negativa la pérdida del autoabastecimiento energético

Una mejora en los términos de intercambio se asocia, por lo general, con una apreciación del tipo de cambio real de un país. Esto es porque el ritmo de apreciación o depreciación de la moneda en términos reales se determina, entre otras cosas, por la evolución del poder de compra de una unidad física de exportación en términos de importaciones. Así, un aumento en los términos de intercambio implica una mejora en el poder adquisitivo de un país, reflejado en una apreciación real de la moneda. Esta relación de causalidad se verificó para la Argentina entre 2006 y principios de 2011. Pero en los últimos doce meses el tipo de cambio real se ha seguido apreciando sin que esto pueda justificarse por una mejora adicional en los términos de intercambio.

Como se puede observar en el gráfico, la Argentina evidenció una importante mejora en los términos de intercambio hasta el segundo trimestre de 2011. Si comparamos con el primer trimestre de 2005, se tiene una suba acumulada de 39,8%. En este mismo período, el tipo de cambio real multilateral registró una caída de 15,9%¹. Es decir, por cada 2,5 puntos

¹ A partir de Septiembre de 2006 se usa como deflactor la inflación de la provincia de San Luis

porcentuales que mejoraron los términos de intercambio, el peso se apreció en términos reales un punto porcentual contra la canasta de monedas. De este modo, pese a ese fortalecimiento de la moneda local, la variación en el superávit comercial fue poco significativa, ya que la balanza pasó de US\$11,6 mil millones en 2005 a US\$10 mil millones en 2011.



Sin embargo, en los últimos doce meses la apreciación del tipo de cambio real no se justifica por mejoras en los términos de intercambio. En el primer trimestre de 2012 los términos de intercambio cayeron 5,4% respecto del primer trimestre de 2011. Esto se explica por una caída de 2% en los precios de exportación y una suba de 3,6% anual en los precios de importación. En este mismo período, el tipo de cambio real multilateral, en lugar de depreciarse, mantuvo la tendencia de apreciación e incluso la acentuó, ya que en un año el peso perdió competitividad contra la canasta a un ritmo del 11,2% anual.

Argentina. Términos de intercambio y tipo de cambio real multilateral

Base 1993 = 100

	I trim 2011	I trim 2012	Variación
Términos de intercambio	151,7	143,5	-5,4%
Precios de exportación	177,2	173,6	-2,0%
Precios de importación	116,8	121,0	3,6%
Tipo de cambio real multilateral	168,5	149,6	-11,2%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC, BCRA y DPEyC

El índice de términos de intercambio es calculado por el INDEC, usando una fórmula de ponderaciones móviles. Es decir que en la comparación entre dos períodos de tiempo se reflejan no sólo los cambios de precios sino también los cambios en las ponderaciones de los distintos rubros de exportación e importación. En el caso particular de la Argentina, los mayores precios del sector energético ahora influyen en mayor medida sobre las importaciones, afectando negativamente sobre los términos de intercambio. En los últimos doce meses, el rubro de combustibles y energía vio reducida su participación en las exportaciones totales. Mientras en el primer trimestre de 2011 este ítem ponderaba 10,3%, un año después lo hace en 9,3%, es decir, 1 punto porcentual menos. Por el lado de las importaciones, la participación es casi la misma, pasando de 8,9% en el primer trimestre de 2011 a 8,7% en el primer trimestre de 2012.

Participación de los distintos rubros en el total

	I trim 2011	I trim 2012
Exportaciones		
Primarios	21,8%	23,5%
MOA	34,1%	32,5%
MOI	33,9%	34,7%
Combustibles y energia	10,3%	9,3%
Importaciones		
Bienes de Capital	20,4%	19,3%
Bienes Intermedios	31,6%	30,7%
Combustibles	8,9%	8,7%
Piezas y acc. p/bs de capital	19,1%	20,9%
Bienes de consumo	11,6%	10,9%
Vehículos automotores	8,2%	9,0%
Resto	0,2%	0,5%

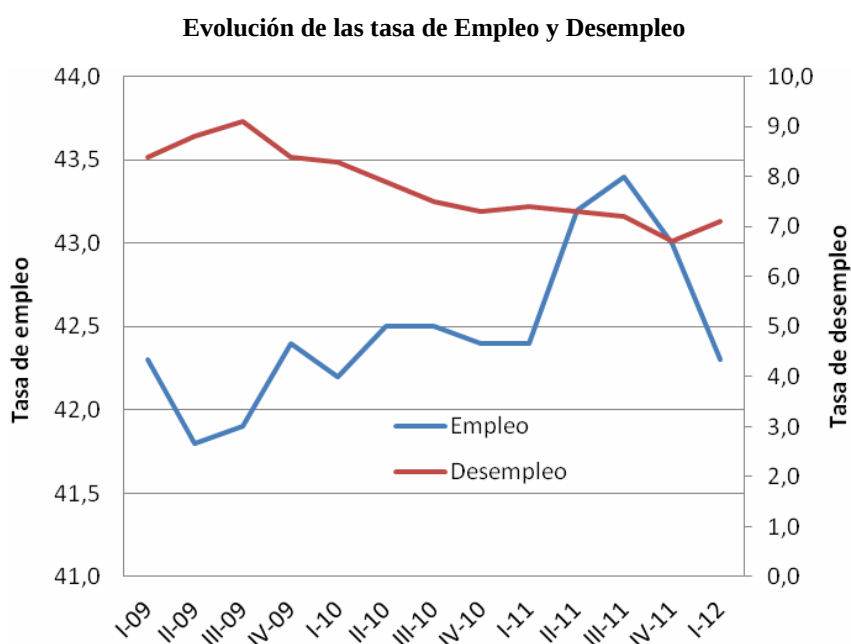
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC

En Foco 2

En el último año el ritmo de creación de empleo se redujo a la mitad con relación al período post-crisis

- La tasa de empleo fue de 42,3% en el primer trimestre del 2012, retornando al nivel del primer trimestre del 2009. La tasa de desocupación fue de 7,1%
- Se redujo a 32,8% la proporción de informales con respecto al total de asalariados
- El análisis por regiones indica que no todas han desacelerado, aunque la Pampeana y la del Gran Buenos Aires lo han hecho con fuerza

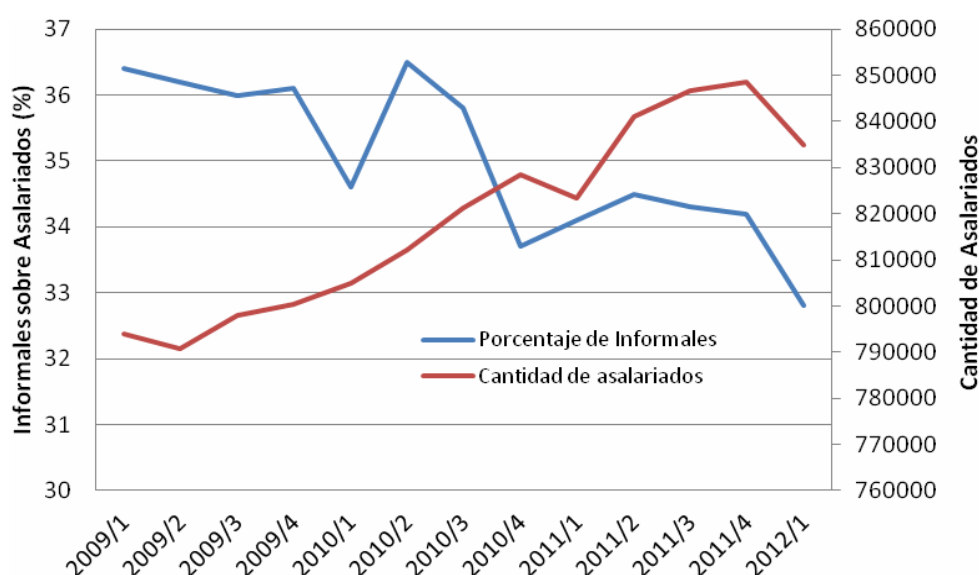
El INDEC ha publicado recientemente los resultados preliminares de la EPH correspondientes al primer trimestre del 2012. La proporción de ocupados con respecto a la población económicamente activa ha caído, desviándose de la tendencia con la que se venía moviendo. Ha bajado de 42,4% (primer trimestre del 2011) a 42,3%. Con este desvío de la tendencia la tasa de empleo volvió a casi el mismo nivel que el primer trimestre del 2009 para la medición que se efectúa a partir de 31 centros urbanos. La tasa de desempleo, por su parte, bajó moviéndose hasta un 7,1%; aunque sufrió un aumento de 0,4 puntos porcentuales con respecto al último trimestre del 2011, situación que no se daba desde principios del 2009.



Fuente: IERAL sobre la base del INDEC.

Los trabajadores asalariados representan un 77,3% del total de ocupados. Dentro de los asalariados, un 32,8% de los trabajadores no posee descuento jubilatorio, o lo que es lo mismo, la informalidad laboral es de dicho porcentaje. Esta tasa viene descendiendo desde el primer trimestre del 2009.

Evolución de ocupados, asalariados e informales
I 2009 hasta I 2012



Fuente: IERAL sobre la base del INDEC.

Tanto la cantidad de ocupados como la cantidad de asalariados viene creciendo desde el primer trimestre del 2009, que fue el piso de la economía durante el primer remesón de la crisis internacional que estalló en el 2008. La tabla a continuación muestra que el aumento anual en la cantidad de ocupados durante el período 2009-2011 fue mayor que la variación 2011-2012, esto evidencia el clima precautorio que se vivió durante el 2011 y el primer trimestre del 2012 reflejado en la fuga de capitales que comenzó a mediados de año (en el marco de una situación internacional más complicada). De una variación anualizada de 1,08% entre 2009 y 2011, se pasó a una interanual de 0,64% en últimos doce meses. Así la etapa post-crisis reconoce dos sub-períodos, con el primero más dinámico en cuanto a la creación de empleos, mientras que entre el primer trimestre del 2011 y el primero del 2012 ese ritmo se vio reducido casi a la mitad. Dado el enfriamiento de la actividad económica, esperamos evidenciar una reducción aún mayor en este segundo trimestre.

La cantidad de trabajadores asalariados, que había aumentado a un ritmo de 1,41% anual en el período 2009-2011 mantuvo ese ritmo durante el período 2011-2012 (aunque posiblemente con una mayor dependencia del empleo público, según los indicadores de empleo formal).

La cantidad de trabajadores informales, por su parte, *descendió* durante el período 2009-2011 a una tasa anualizada de 1,85% y lo hizo con mayor intensidad, a una tasa de 2,44%, durante el período 2011-2012.

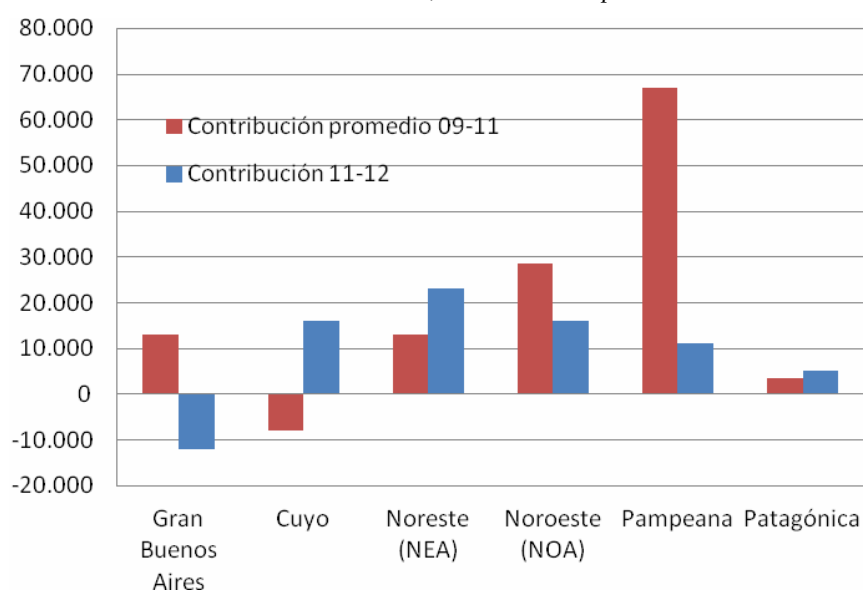
Variación de ocupados, asalariados e informales
I 2009 – I 2012

	2009	2011	2012	Variación anualizada 09- 11	Variación interanual 11-12
Cantidad de ocupados	10.371.000	10.596.000	10.664.000	1,08%	0,64%
Cantidad de asalariados	7.902.702	8.127.132	8.243.272	1,41%	1,43%
Cantidad de informales	2.876.584	2.771.352	2.703.793	-1,85%	-2,44%

Fuente: IERAL sobre la base del INDEC.

El análisis regional también pone en evidencia la desaceleración marcada en la tabla anterior. El aumento promedio del período 2009-2011 fue de 117.000 puestos de trabajo, mientras que para el período 2011-2012 fue de 59.000. Sin embargo no todas las regiones sufrieron esta desaceleración: Cuyo, el Noreste y la región Patagónica experimentaron un aumento en la contribución al total de los ocupados. La desaceleración se hizo presente en el Gran Buenos Aires, en el Noroeste y fuertemente en la región Pampeana. El Gran Buenos Aires, por ejemplo contribuyó con 13.000 de los 117.000 ocupados (en promedio) del total del país en el período 2009-2011, pero su aporte fue negativo en la creación de empleos del período que va del primer trimestre del 2011 al primero del 2012. La región Pampeana a su vez, pasó de contribuir con 67.000 trabajadores en el 2009-2011 a hacerlo con solamente 11.000 en el 2011-2012.

Contribución a la variación de Ocupados Totales por región
I 2009 - I 2011 - I 2012, en cantidad de personas



Fuente: IERAL sobre la base del INDEC.

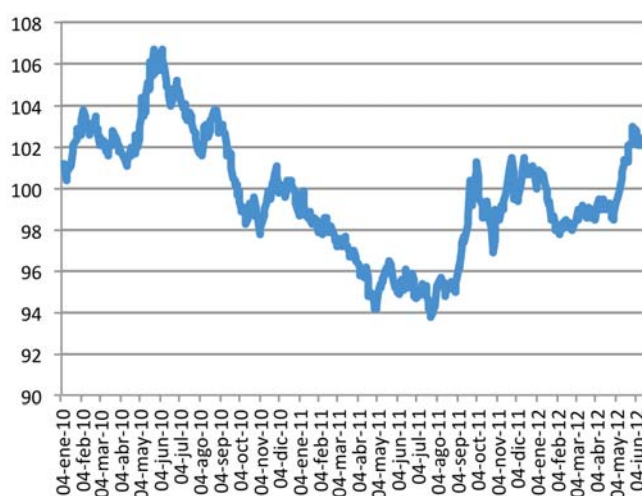
En Foco 3

Internacional: Mayor flexibilidad en la Eurozona por Grecia y España, pero de alcance incierto

- Dominan la agenda de corto plazo el mecanismo para recapitalizar bancos en España y el mayor gradualismo del que dispondrá el nuevo gobierno griego para alcanzar las metas comprometidas
- Para fin de mes se esperan acuerdos políticos en la Eurozona, que permitan potenciar el poder de fuego de los fondos de intervención
- Mientras tanto, el dólar y los bonos estadounidenses siguen captando la liquidez de una economía mundial en la que prima la aversión al riesgo

Los problemas no desaparecen, pero el foco de atención se traslada, una y otra vez, dejando atrás problemas sin solucionar. En esta etapa, el bolillero parece contener sólo nombres de países europeos, y las bolillas parecen estar repetidas para varios de ellos. Estados Unidos, a pesar de arrastrar serios desequilibrios, en términos comparados es percibido como un país seguro, y se beneficia de la mayor aversión al riesgo. Así, la rentabilidad de largo plazo de los bonos

**Evolución del dólar frente a una canasta de monedas
Índice base 100= 1997**



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch

norteamericanos está en mínimos históricos, por debajo de 1,6% en los últimos días, y el dólar ha estado fortaleciéndose frente a una canasta de monedas. En cambio, los rendimientos de los países europeos en situación más crítica están atravesando situaciones límite. En esta oportunidad, se destaca España, con una rentabilidad a 10 años que alcanza el 7%; mientras tanto, el euro se debilita. En los últimos meses el foco ha estado rotando entre Grecia, España e Italia; la carencia de decisiones políticas contundentes prolonga esta situación por más tiempo.

Italia ya atravesó hace algunos meses (más exactamente en noviembre de 2011) la situación que transita España: rentabilidades en torno al 7% para los títulos de largo plazo; lo solucionó con un fuerte ajuste, que destrabó la intervención del Banco Central Europeo. Sus problemas persisten, pero Grecia y España hoy están peor posicionadas en términos relativos, y la atención recae en estos dos países casi con exclusividad por estos días. Con la reciente recapitalización de los bancos españoles, el foco se corrió a Grecia, que atravesaba la segunda vuelta electoral, luego de un fallido primer intento de conformación de un gobierno de coalición. El resultado de los comicios dejó atrás las expectativas de salida del euro, por lo menos en el corto plazo. En las últimas horas los líderes políticos formaron una coalición de gobierno, pero se duda de su estabilidad dado que la columna vertebral de su conformación se conformó con dos partidos políticos que han sido antagónicos en el pasado. Los problemas de Grecia persisten, con o sin gobierno: los pasivos del gobierno griego ascienden a 290 mil millones de euros, prácticamente la mitad de ellos corresponden a préstamos oficiales (FMI y Unión Europea) y poco menos de la mitad a bonos del Tesoro; mientras que los pasivos de los bancos griegos suman 402 mil millones de euros y los de los privados no bancarios 290 mil millones. Por el momento, el resultado de las elecciones ha alcanzado para desplazar el foco hacia España, que espera los resultados de la auditoría sobre la banca española. Las proyecciones ubican a las pérdidas bancarias en un rango de 50 mil a 100 mil millones de euros. Esto explica la fuerte presión que está sufriendo en el mercado de deuda soberana.

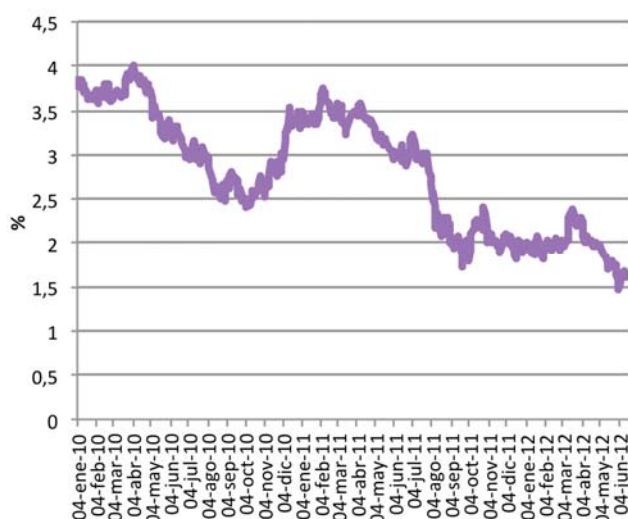
Pasivos de Grecia	
en miles de millones de euros	
Pasivos del gobierno griego	290,4
A través de	
préstamos oficiales	147,8
bonos del Tesoro griego	123,2
Otros	19,4
Pasivos del sector privado griego	
De	
Bancos griegos	402,3
No bancarios	290,8
Otros	8,1

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a IIF

El G-20 se ha pronunciado a favor de las medidas que salvaguarden la integridad y la estabilidad de la Eurozona, pero de su declaración final no se desprende ninguna acción concreta en línea con solucionar los problemas de la región. Ahora se espera que la Cumbre Europea, a fines de este mes, resuelva la implementación de alguna medida concreta, como una nueva ingeniería financiera que permita potenciar el impacto de los instrumentos existentes, sea el Mecanismo de Estabilidad Europea (ESM) o del Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF).

La Reserva Federal de Estados Unidos ha decidido en las últimas horas mantener las tasas de interés cercanas a cero (algo que ocurre desde diciembre de 2008), sosteniendo la promesa de tasas bajas hasta finales de 2014; y ha decidido extender hasta fin de año el programa “Twist”, que vencía en junio, por 267 mil millones de dólares, con el objetivo de presionar a la baja las tasas de interés de largo plazo y mejorar las condiciones de financiación. A través de este programa, el Banco Central extiende la madurez promedio de sus tenencias comprando bonos del Tesoro con vencimiento de entre 6 a 30 años, vendiendo títulos públicos con vencimiento a 3 años o menos.

El rendimiento del bono Tesoro norteamericano a 10 años en mínimos históricos



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Freelunch

La Fed fundamenta estas decisiones en el moderado ritmo de crecimiento que ha registrado la economía este año (en el primer trimestre el PIB creció al 1,9% anual desestacionalizado) y, sobre todo, en la moderación que ha mostrado el crecimiento del empleo en los últimos meses, a la par de una tasa de desempleo que sigue siendo elevada (y que tuvo un rebote en el mes de mayo para volver a ubicarse en 8,2%). La autoridad monetaria ha dejado en claro que está dispuesta a tomar nuevas medidas en caso de necesitar promover una recuperación económica más fuerte.



Tal vez esta sea la diferencia más significativa entre Estados Unidos y Europa: la región conformada por 17 países continúa careciendo de una fuerte intervención por parte de su Banco Central. Y esto tiene fuertes consecuencias sobre la confianza sobre los países integrantes. Los instrumentos para capear la crisis están. Importan las decisiones políticas que habiliten su aplicación, como también los tiempos que se utilicen para tomar estas decisiones. Aún en el mejor escenario la economía de la Eurozona no crecerá en 2012 ni en 2013, pero no es trivial la forma en que se usen los instrumentos a disposición.