

Si se hace clic en uno de los siguientes renglones del Sumario o bien en el título en azul de algún cuadro resumen, se pasa automáticamente a la correspondiente sección. Para retornar al Sumario Interactivo debe hacerse clic en el título en azul de la sección que se estaba consultando.

| | |
|---|-----------|
| SÍNTESIS EJECUTIVA | 3 |
| EXECUTIVE SUMMARY | 4 |
| 1. EL CONTEXTO GENERAL | 5 |
| 2. NIVEL DE ACTIVIDAD | 10 |
| 3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN | 16 |
| 4. FINANZAS PÚBLICAS | 18 |
| 5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO | 19 |
| 6. SECTOR EXTERNO | 20 |
| ANEXO ESTADÍSTICO | 27 |

CUADROS RESUMEN

1. EL CONTEXTO GENERAL

Se estima que la economía mundial estará caracterizada en los próximos meses por una desaceleración en el primer trimestre con una eventual reversión en el segundo, tasas de interés internacionales extremadamente bajas, descenso en los precios de *commodities* en 2012 respecto de 2011 como promedio anual, dólar fortaleciéndose frente al euro y cayendo frente a las monedas emergentes, salida no inflacionaria en la medida que el *output gap* morigere inicialmente las tensiones de costos.

En nuestro país, tres factores afectarán la política cambiaria en el primer trimestre: la absorción del exceso de oferta monetaria, el resultado de la Balanza Comercial y la negociación salarial.

2. NIVEL DE ACTIVIDAD

El PBI del tercer trimestre creció 9,3% con respecto a igual período del año anterior, superando el avance del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), que con fecha 18-11-2011 había anticipado un crecimiento de 8,0%.

La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) aumentó 16,5%, correspondiendo 9,8% a Construcción y 23,2% a Equipo durable de producción. La relación IBIF/Producto fue de 26,2% a precios constantes y 24,3% a precios corrientes.

3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

El Índice de salarios correspondiente al Sector privado registrado, elaborado por INDEC, alcanzó en octubre pasado el nivel 633,07 para Base Trim. IV 2001 = 100, con un crecimiento de 33,3% en comparación con octubre de 2010.

La serie con las variaciones mensuales respecto del mes inmediato anterior alcanzó un pico de 4,8% en julio de 2011, que se deriva de la aplicación de las remuneraciones determinadas en las negociaciones salariales de meses anteriores.

4. FINANZAS PÚBLICAS

En el mes de noviembre el Sector público nacional totalizó un déficit de 50 millones de pesos, en comparación con un superávit de 2.116 millones en igual mes de 2010. Si se deducen los ingresos extraordinarios, el déficit de noviembre fue de 4.293 millones en 2010 y de 1.164 millones en 2011, lo cual implica una mejora.

5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO

La brecha entre el crecimiento anual de la Base Monetaria y los Pasivos financieros refleja la evolución del stock de Lebac, que mostró una fuerte caída en la segunda mitad de 2011, transformándose en una fuente de financiamiento de la Base Monetaria.

6. SECTOR EXTERNO

En materia de perspectivas del sector agrícola para la campaña 2011/2012, la Bolsa de Comercio de Rosario estima (7-12-2011) el área sembrada con soja en un nivel similar a 2010/2011, aunque por menores rindes la producción sería algo inferior, de 49,5 millones de toneladas; esto, sujeto a la situación meteorológica en febrero-marzo (fenómeno "La Niña"), período clave para este cultivo.

El *United States Department of Agriculture (USDA)* proyecta (9-12-2011) que la producción de soja en la Argentina se ubicaría en los 52 millones de toneladas, debajo de Estados Unidos y Brasil, con 82,9 y 75,0 millones, respectivamente. Los tres países totalizan el 81% de la producción de este grano.

SÍNTESIS EJECUTIVA

- Dos medidas relevantes fueron adoptadas recientemente por la Unión Europea en el marco de la crisis económica y financiera internacional. En el plano fiscal, la reducción del déficit aceptable para el Tratado de Maastricht de 3% a 0,5%, introduciendo la novedad que el mismo se calcule corregido por el ciclo económico, lo cual permite mayor déficit en el receso pero seguramente obligará a un superávit en el auge. En el plano financiero, la novedad es el fondeo a tres años que el Banco Central Europeo provee a los bancos de la región, contra garantías razonables (que podrían ser los propios bonos de los gobiernos de esa región), que ya ha comenzado a ser utilizado.
- En el mundo emergente, se destaca la desaceleración de la actividad en China y la estabilización en Brasil, en un contexto de reducción de la tasa de referencia SELIC y de debilitamiento del real.
- En síntesis, en los próximos meses la economía internacional estará caracterizada por: i) desaceleración de la actividad; ii) tasas de interés muy bajas; iii) dólar fuerte frente al euro y débil frente a las monedas asiáticas; iv) precios de *commodities* en 2012 inferiores a los de 2011 como promedio anual; v) salida monetariamente expansiva, con bajo impacto inflacionario por el *output gap*.
- Tres factores afectarán la política cambiaria de nuestro país en el primer trimestre de 2012: i) la absorción del aumento de oferta monetaria que estacionalmente se produce a fines de diciembre y principios de enero; ii) el resultado de la Balanza Comercial y de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos, que, considerando la evolución de los precios de *commodities* agrícolas, marcaría un deterioro en la comparación interanual; iii) el impacto sobre las expectativas de las negociaciones salariales.
- Las estimaciones de la producción de soja para la campaña 2011/2012 van desde 49,5 millones de toneladas hasta 52,0 millones, según la Bolsa de Comercio de Rosario y el *United States Department of Agriculture (USDA)*, respectivamente, frente a los 48,9 millones de la campaña 2010/2011 según el Ministerio de Agricultura. Especialmente en el caso de la estimación de *USDA*, la mayor producción contribuiría a moderar el efecto de la baja de los precios. Estas estimaciones deben reverse en febrero-marzo, en función al fenómeno “La niña”, caracterizado por bajas precipitaciones.
- El Índice de Salarios elaborado por INDEC creció 33,3% al comparar octubre de 2011 con igual mes de 2010, considerando el sector privado registrado, llegando al nivel 633,07 para Base cuarto trimestre de 2001 = 100.

Informe Mensual Económico Financiero es una publicación del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas. Tucumán 612, Piso 4° (C1049AAN), Buenos Aires, Argentina.
Teléfono 4322-6222 – Fax 4322-4710 – *Website*: www.iaef.org.ar – E-mail: webmaster@iaef.org.ar
Producido por su Departamento de Investigaciones, con la coordinación del *Dr. Rubén Vales*.
Consultores Académicos: *Dres. Ricardo López Murphy, José María Dagnino Pastore y Adalberto Rodríguez Giavarini*. Economista Jefe: *Dr. Alfredo Gutiérrez Girault*.
Editor Responsable: *Dr. Oscar A. Mazza*. Se autoriza la reproducción si es citada la fuente.

EXECUTIVE SUMMARY

- The European Union in the framework of the international and financial crisis recently adopted two important measures. On the fiscal front, the deficit reduction acceptable to the Maastricht Treaty of 3% to 0.5%, by introducing the innovation that it is corrected by the economic cycle, allowing greater deficit in the recession but surely requiring a surplus in the boom. In financial terms, the novelty is the three-year funding that the European Central Bank provide to the Banks in the region, against reasonable collateral (which could be their own government bonds in that region); the utilization has started.
- In the emerging world, the slowdown in China and the stabilization in Brazil are highlighted, in a context of reducing the Central Bank reference rate and the weakening of the real.
- Summarizing, in the coming months the international economy will be characterized by: i) slowdown; ii) very low interest rates; iii) strong dollar against the euro and weak against the Asian currencies; iv) commodity prices in 2012 lower than of 2011 year-on-year; v) expansionary monetary output, low inflationary impact due to the output gap.
- Three factors will affect the exchange rate policy of our country in the first quarter of 2012: i) the absorption of increased money supply that occurs seasonally in late December and early January; ii) the outcome of the Trade Balance and the Current Account of the Balance of Payments, which, considering the evolution of agricultural commodity prices, would mark a decline in the year-on-year comparison; iii) the impact on the expectations about wage negotiations.
- Estimates of soybean production for 2011/2012 range from 49.5 million tons to 52.0 million, according to the Rosario Board of Trade and the US Department of Agriculture (USDA), respectively, compared to 48.9 million of the 2010/2011 season, according to the Ministry of Agriculture. Especially in the case of the USDA estimate, the increased production would help to moderate the effect of lower prices. These estimates should be reviewed in February-March, according to the phenomenon “The girl” characterized by low rainfall.
- The Wage Index prepared by the National Institute of Statistics and Census grew 33.3% when comparing October 2011 with the same month of 2010, considering the registered private sector, reaching the level 633.07, Base fourth quarter of 2001 = 100.

El IAEF agradece la colaboración de la Sra. Marta Álvarez – Executive English en la traducción de esta Síntesis Ejecutiva.

1. EL CONTEXTO GENERAL

- 1.1.** La crisis internacional sigue su curso, con matices propios y luces y sombras en cada uno de los distintos frentes: Unión Europea, Estados Unidos y el mundo emergente.

Puntualmente, la crisis europea, asentada sobre problemas de gobernabilidad, institucionalidad, competitividad, debilidad del sistema financiero y una compleja situación fiscal, tuvo en las últimas semanas una importante novedad: **la decisión de los países de actualizar el Tratado de Maastricht –indirectamente como se explica más adelante– en dos aspectos cruciales.**

El primero, de índole fiscal, ha involucrado cambios en la definición y cuantificación de la meta de déficit fiscal. Respecto a la definición, por cuanto la nueva fórmula incorpora el déficit corregido por el ciclo económico, en lugar del déficit a secas, permitiendo un nivel de déficit mayor en el receso y menor en el auge; esto hace que las políticas fiscales dispongan de más espacio para su realización (expansiva en el receso y contractiva en el auge). Respecto de la cuantificación, se reduce el valor del déficit admisible, así definido, de 3,0% a 0,5% del PBI.

En alguna medida, en este enfoque ha predominado la visión de Alemania y, en el largo plazo, tiene la ventaja de corregir un error cometido en la elaboración del Tratado de Maastricht en su versión inicial; recoge tanto recomendaciones del FMI como la experiencia de países como Chile. La cláusula que subsiste es la inserción de estas novedades en la Constitución de cada país signatario, evita la modificación del texto del Tratado y paradójicamente simplifica la solución, poniéndola en cabeza de cada sociedad.

- 1.2.** La segunda novedad en Europa es que ha adoptado un régimen de redescuento que reduce sensiblemente la factibilidad de una crisis de liquidez en su sistema financiero. Debe tenerse en cuenta que los bancos europeos se financiaban con depósitos y con colocaciones de bonos, a mediano y largo plazo y a un costo relativamente bajo. La crisis dificultó acceso a la segunda de estas fuentes, a la vez que elevó drásticamente el costo del fondeo (el riesgo soberano coloca un piso al riesgo corporativo).

El Banco Central Europeo ofrece un régimen de fondeo a tres años, con colaterales que pueden ser incluso los bonos soberanos que los bancos tienen en cartera (lo que, a la vez, ayuda a refinanciar indirectamente al menos el stock de la deuda soberana). Este instrumento, obviamente, implica la creación de una ventanilla, cuya consecuencia será una expansión monetaria mayor por parte del Banco Central Europeo (BCE). Una primera manifestación del uso de esta facilidad fue la que ha permitido a los bancos europeos tomar en diciembre 489.000 millones de euros.

La alternativa es esencialmente financiera, pero tiene esta implicancia fiscal. Más aún, los bancos podrían comprar deuda pública (ahora como flujo) y redescontarla en el BCE. Por esta vía se mitigaría el apretón fiscal.

La situación europea sería menos grave de lo que descuentan los mercados, en tanto este camino crítico y estas alternativas funcionen. Sin embargo, la naturaleza misma de la solución implica una alta volatilidad en el “mientras tanto” y el riesgo de un error de secuencia, de transposición o de *timing*, que puede derivar en una crisis terminal para algún país de la región.

En el cuadro 1.1 se presenta la evolución reciente de la Base Monetaria y de los agregados monetarios en la Unión Europea. Obsérvese el virtual estancamiento de M₂ desde 2008, a la vez que un aumento de la Base en el año 2011 luego de tres años de estancamiento.

Cuadro 1.1
EUROPA – BASE MONETARIA, M₁, M₂ Y MULTIPLICADOR
(A diciembre, en miles de millones de euros)

| | Base monetaria | M ₁ | M ₂ | Multiplificador |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 2001 | 426,2 | 2.207,9 | 4.667,7 | 11,0 |
| 2002 | 480,5 | 2.425,5 | 4.963,5 | 10,3 |
| 2003 | 548,7 | 2.680,6 | 5.233,9 | 9,5 |
| 2004 | 614,1 | 2.912,7 | 5.573,6 | 9,1 |
| 2005 | 692,9 | 3.419,4 | 6.072,6 | 8,8 |
| 2006 | 771,8 | 3.676,6 | 6.629,7 | 8,6 |
| 2007 | 841,9 | 3.831,0 | 7.340,0 | 8,7 |
| 2008 | 1.150,7 | 4.007,1 | 8.075,8 | 7,0 |
| 2009 | 1.052,3 | 4.495,7 | 8.197,3 | 7,8 |
| 2010 | 1.073,1 | 4.694,8 | 8.394,8 | 7,8 |
| 2011 (1) | 1.274,8 | 4.770,1 | 8.580,4 | 6,7 |

(1) Datos a diciembre; 2011 al 8/11.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Banco Central Europeo, *Boletín Mensual*.

- 1.3.** En el caso de Estados Unidos se entremezclan las noticias positivas con las negativas. Dentro de las positivas se destacan: i) el crecimiento de M₂ (9% en los doce meses concluidos en noviembre), duplicando el crecimiento de 2009 y de 2010 (*véase el Cuadro 1.2*); ii) algunos indicadores de crecimiento de actividad y empleo.

En ese sentido, luego de haber crecido 1,3% en el segundo trimestre, Estados Unidos creció 2,0% en el tercero y se estimó 3,5% en el cuarto, según J.P. Morgan, aunque se volvería a desacelerar levemente en el primer semestre de 2012. La caída de los precios de los *commodities* (petróleo) produce un cambio en el ritmo del crecimiento.

Como contraposición, el fracaso del supercomité del Congreso estadounidense, en orden a consensuar políticas y acciones para reducir el déficit fiscal, constituyó una noticia negativa, más allá de que en buena medida había sido ya descontada y que de todas maneras operarían recortes automáticos.

Cuadro 1.2
ESTADOS UNIDOS – BASE MONETARIA, M₁, M₂ Y MULTIPLICADOR
 (A diciembre, en miles de millones de dólares)

| | Base monetaria | M ₁ | M ₂ | Multiplificador |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 1960 | 41,0 | 140,7 | 312,4 | 7,62 |
| 1970 | 65,0 | 214,4 | 626,5 | 9,64 |
| 1980 | 142,0 | 408,5 | 1.600,0 | 11,27 |
| 1990 | 293,3 | 825,0 | 3.277,1 | 11,17 |
| 2000 | 585,0 | 1.088,0 | 4.913,0 | 8,40 |
| 2007 | 824,4 | 1.375,1 | 7.501,1 | 9,10 |
| 2008 | 1.654,1 | 1.595,0 | 8.240,0 | 4,98 |
| 2009 | 2.017,7 | 1.693,0 | 8.528,0 | 4,23 |
| 2010 | 2.008,0 | 1.832,0 | 8.816,0 | 4,39 |
| 2011 (1) | 2.563,0 | 2.150,0 | 9.607,0 | 3,75 |

(1) Datos a noviembre.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de la Reserva Federal.

1.4. En el mundo emergente, las proyecciones destacan la desaceleración en el crecimiento de China: 7,9% en el segundo y tercer trimestre y proyectado 2,4% para el cuarto, en todos los casos respecto del trimestre previo y a ritmo anual. Como referencia, en el año 2010 China creció 10,4% y comenzó 2011 con un fuerte arrastre estadístico favorable.

Brasil, a su turno, ha tenido un pequeño receso en el tercer trimestre (-0,2% respecto del segundo y a ritmo anual) y se prevé que crezca solamente 1,5% en el cuarto; el año cerraría con una variación de 2,8% y la proyección de 2012 se ha corregido a la baja a 3,1%, con una aceleración recién en el segundo semestre.

Se presupone que el Banco Central de Brasil hacia mediados de enero volverá a bajar la tasa de referencia SELIC al entorno del 10% para reactivar la economía, en un contexto en el cual el real oscila entre 1,80 y 2,00, al compás de la mayor volatilidad en el mundo.

1.5. En resumen, la economía mundial muestra las siguientes señales: i) estabilización en un nivel de expansión bajo en Estados Unidos, pero expansión al fin; ii) Europa empantanada en los números de actividad pero encontrando quizás el contexto y el sendero para poner un piso a la crisis; iii) el mundo emergente mostrando señales de contaminación que provienen tanto del flanco comercial (caída de los precios de los commodities) como del financiero, por mayor aversión al riesgo emergente y enlentecimiento del flujo de ingreso de capitales.

Todo ello hace suponer que la economía mundial en los próximos meses estará caracterizada por: i) desaceleración de la economía mundial en el primer semestre con una eventual reversión en el segundo; ii) tasas de interés internacionales bajas extremadamente; iii) descenso en los precios de los commodities año contra año (2012 versus 2011 como promedio anual) y bajos niveles persistiendo en el primer semestre; iv) dólar fortaleciéndose frente al euro y cayendo frente a las monedas emergentes a medida que la aversión al riesgo se diluya; v) salida monetariamente no inflacionaria en la medida que el *output gap* morigere al menos inicialmente las tensiones de costos.

- 1.6. En nuestro país, los controles administrativos y la suba de la tasa de interés (Badlar privada a fin de noviembre 20% versus 14,5% a fin de septiembre) crearon un freno a la salida de capitales.

Como se señaló en el Informe Económico anterior, número 262, emitido a principios de diciembre, la salida de capitales, que había provocado ventas de dólares del BCRA por 5,3 miles de millones de dólares entre mediados de julio y mediados de noviembre, contribuyó a una esterilización involuntaria de la Base Monetaria. De todas maneras, entre el 17-7-2011 y el 20-11-2011, la Base creció un 3% (menos del 1% mensual) o 7,5 miles de millones de pesos, debido a un aumento del stock de Adelantos Transitorios (unos 7,0 miles de millones de pesos) y a una fuerte caída del stock de Lebac, Nobac y Pases (unos 14,0 miles de millones de pesos), entre otros factores.

Bajo la influencia de los citados cambios, hasta mediados de diciembre el BCRA compró unos 954 millones de dólares. Este monto aumentó en las siguientes jornadas hasta finalizar el mes, en parte por la corrección del stock que implicaron algunos de los citados cambios normativos (que involucran a las empresas mineras, a las compañías de seguros, entre otras), en parte por liquidaciones de empresas para atender necesidades estacionales de caja y en parte por las medidas regulatorias sobre la liquidación de divisas comerciales.

Por lo tanto, el sector externo deja de tener un rol contractivo (en lo monetario) para transformarse en expansivo.

Paralelamente, en la segunda mitad de diciembre opera la expansión monetaria originada en el sector público, destinada al pago de aguinaldos para empleados públicos y jubilados, además de lo que se hubiera requerido para el pago del Bono cupón PBI. Este fenómeno aún no ha sido percibido y podría llevar la Base Monetaria al entorno de los 220,0 miles de millones, con una suba de 10% en el mes. Los últimos datos conocidos a la fecha de cierre de este Informe Mensual establecían que, al 18-12-2011, la Base Monetaria ascendía a 211,1 miles de millones de pesos, con un aumento mensual del 7% respecto de 30 días atrás.

- 1.7. Los efectos de la expansión de la Base Monetaria de los últimos días de diciembre y primera mitad de enero serían en parte neutralizados durante el primer mes del año por dos factores: i) el aumento de la propensión del público a retener efectivo; ii) la necesidad de los bancos de recomponer los niveles exigidos por el BCRA en términos de integración de efectivo mínimo.

Diluidos estos efectos, el exceso de la cantidad de dinero respecto de la demandada podría presionar sobre el mercado de cambios o sobre el nivel de precios.

- 1.8. Tres factores afectarán la política cambiaria en el primer trimestre del año 2012. El primero de ellos es la evolución del problema monetario planteado en 1.7, es decir, la absorción del exceso de oferta monetaria.

El segundo será el resultado de la Balanza Comercial en un contexto en el cual la evolución de los precios de las exportaciones agrícolas (baja de 14% en soja en comparación con el mes de septiembre) no sería compensada plenamente con mayores volúmenes, en un contexto en el cual el clima es una variable crucial. Cabe señalar que en noviembre el resultado comercial mostró un superávit de 684 millones de dólares, que permite un acumulado de 10.067 en los primeros once meses del año (11.515 millones en igual periodo de 2010). Las importaciones crecieron en términos interanuales 12% en noviembre, bien por debajo del crecimiento acumulado de los primeros diez meses del año (33%) en todos los casos en términos interanuales. (*Véase la sección 6.*)

Un simple ejercicio para estimar la Cuenta Corriente del Balance de Pagos. Suponiendo para el primer trimestre de 2012 el mismo nivel de exportaciones que en 2011 –pese a los aspectos mencionados en el párrafo anterior– y un aumento de 10% de las importaciones (en octubre el crecimiento interanual fue de 27%), manteniendo sin cambios los restantes componentes, arrojaría un saldo deficitario de 2.150 millones de dólares. Este dato ilustra y explica las restricciones en curso. Como referencia, en los primeros trimestres de 2010 y de 2011 la Cuenta Corriente experimentó sendos déficits de 500 y 809 millones respectivamente.

El tercer factor que afecta la política cambiaria es la negociación salarial, prevista para el cierre del primer trimestre. Aumentos del orden de 25% lucen inconsistentes con un ritmo de corrección cambiaria similar al de 2011, al nivel que ha alcanzado el tipo de cambio real bilateral peso–dólar y en un contexto de depreciación del euro y del real. Recuérdese que entre octubre de 2010 y octubre de 2011 el salario del trabajador privado registrado subió 33,3% y el tipo de cambio pasó de 3,96 a 4,24, es decir se depreció 7,1% según datos de INDEC y BCRA.

A la luz de estos tres hechos, niveles bajos de brecha cambiaria sugerirían que se habría logrado quebrar un clima adverso, en lo atinente a la tendencia de los agentes económicos a aumentar la dolarización de sus portafolios.

- 1.9.** Los índices privados de la economía real (y aún el propio Estimador Mensual Industrial) vienen señalando cierto amesetamiento.

La producción industrial tuvo un factor impulsor en el sector automotriz, habiendo crecido 19,2% en los primeros once meses de 2011 pero solamente 2,7% en noviembre, en términos interanuales (*véase la sección 2.6.*). Se frenaría en parte por el efecto Brasil y en parte por el impacto de tasas de interés más elevadas en el mercado local, arrastrando a la industria metalmecánica (7,8% y 2,8% en similar comparación). Conceptualmente, son los sectores productores de bienes de consumo durable los que podrían verse más afectados.

El Índice de confianza del consumidor de la Universidad Torcuato Di Tella disminuyó 7,3% en diciembre respecto del mes anterior, con tres bajas consecutivas (*véase la sección 2.7.*).

2. NIVEL DE ACTIVIDAD

2.1. El cuadro adjunto incluye las variaciones interanuales de los principales rubros del Sistema de Cuentas Nacionales desde el primer trimestre de 2010 al tercero de 2011.

Cuadro 2.1
ESTIMACIÓN DEL PBI Y DE LA OFERTA Y DEMANDA GLOBALES
a precios constantes de 1993
(Variaciones respecto de igual período del año anterior)

| Principales rubros | I 10 | II 10 | III 10 | IV 10 | 2010 | I 11 | II 11 | III 11 |
|----------------------------------|------------|-------------|------------|------------|-------------|-------------|------------|-------------|
| Productores de Bienes | 5,8 | 18,3 | 8,1 | 9,4 | 10,6 | 10,6 | 6,7 | 7,7 |
| Agricultura, ganadería, etc. | 5,2 | 65,0 | 5,5 | 10,7 | 28,5 | 11,7 | -5,5 | -3,3 |
| Industria manufacturera | 8,2 | 9,9 | 10,6 | 10,4 | 9,8 | 13,0 | 13,7 | 10,8 |
| Construcción | 2,0 | 4,1 | 3,6 | 10,2 | 5,2 | 8,8 | 10,8 | 10,5 |
| Productores de Servicios | 6,4 | 8,2 | 7,8 | 8,0 | 7,6 | 8,7 | 9,7 | 9,8 |
| Comercio mayor., min., repar. | 8,6 | 12,0 | 15,3 | 15,9 | 13,1 | 15,1 | 17,3 | 16,1 |
| Transporte, almac. y comunic. | 9,6 | 11,3 | 11,0 | 10,4 | 10,6 | 10,4 | 9,9 | 9,4 |
| Intermediación financiera | 6,4 | 9,6 | 6,1 | 12,9 | 8,8 | 14,6 | 18,3 | 26,8 |
| Menos SIFMI (1) | -3,8 | -3,7 | -2,2 | 8,5 | -0,3 | 17,9 | 28,4 | 35,3 |
| PBI a precios de mercado | 6,8 | 11,8 | 8,6 | 9,2 | 9,2 | 9,9 | 9,1 | 9,3 |
| PBI miles millones pesos | 381,2 | 439,8 | 425,3 | 442,2 | 422,1 | 419,0 | 480,0 | 464,9 |
| Importac. de bienes y servic. | 30,1 | 35,6 | 37,4 | 32,7 | 34,0 | 20,4 | 24,9 | 17,7 |
| Oferta y Demanda globales (2) | 9,1 | 14,1 | 11,6 | 11,8 | 11,7 | 11,2 | 10,9 | 10,4 |
| Consumo privado | 7,3 | 8,1 | 8,9 | 11,5 | 9,0 | 11,3 | 11,5 | 11,1 |
| Consumo público | 8,4 | 12,9 | 8,5 | 7,7 | 9,4 | 9,9 | 11,9 | 10,3 |
| Inversión Bruta Int. Fija (IBIF) | 13,1 | 18,9 | 26,6 | 24,7 | 21,2 | 19,5 | 23,8 | 16,5 |
| Absorción interna | 8,5 | 11,0 | 12,6 | 13,8 | 11,6 | 12,8 | 14,4 | 12,3 |
| Exportación de bienes y servic. | 4,2 | 18,2 | 27,8 | 7,4 | 14,6 | 7,1 | 0,5 | 3,4 |

PBI [Producción de Bienes + Servicios] = Consumo [Privado + Público] + Inversión + Expo – Impto .:
PBI + Importaciones = Oferta Global = Demanda Global = Consumo [Privado + Público] + Inversión + Expo

(1) Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente, que recaen sobre las actividades productivas no financieras.

(2) En la Demanda global del Trim. III 2011, por 538 miles de millones de pesos a precios constantes, además de los conceptos de Consumo, Inversión y Exportaciones, se incluye el rubro Discrepancia estadística y variación de existencias, por -12 miles de millones. Se desagrega en Variación de existencias de productos agropecuarios por -3 miles de millones y Discrepancia estadística (que incluye variación de existencia de productos no agropecuarios) por -9 miles de millones.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, *Informe de avance del nivel de actividad* (16-12-2011).

El PBI del tercer trimestre creció 9,3% con respecto a igual período del año anterior, superando el avance del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), que en su informe del 18-11-2011 había anticipado un crecimiento de 8,0% (julio 7,6%, agosto 8,6% y septiembre 7,7%), como se mencionó en el anterior Informe Mensual (*véase la sección 2.5.*).

Los sectores productores de Bienes crecieron 7,7% y los de Servicios 9,8%. En los primeros, **Agricultura, Ganadería y Pesca declinó 3,3%**, luego del descenso de 5,5% en el segundo trimestre, en todos los casos en términos interanuales. A precios corrientes existió un fuerte avance de 38,3% y 48,0%, respectivamente. De esta manera, el Índice de precios implícitos en el Producto del sector aumentó 43,0% y 56,6%, en el tercero y el segundo trimestre.

Industria manufacturera es el sector más significativo, dado que representa el 56,8% del valor agregado bruto por los productores de Bienes. Se incrementó 10,8% en el tercer trimestre, 13,7% en el segundo y 13,0% en el primero, lo cual implica un acumulado de 12,5% en el período. Por su parte, el Estimador Mensual Industrial (EMI) de INDEC registró un crecimiento de 5,7%, 8,5% y 9,2% en similares períodos, acumulando un aumento de 7,7%. **En 2010 tanto el PBI sectorial como el EMI crecieron 9,8%.**

En los sectores productores de Servicios se destaca Intermediación financiera, con un crecimiento de 26,8%, resultando también elevada la tasa de Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente que recaen sobre las actividades productivas no financieras (SIFMI), que fue 35,3%.

Este tema mereció una nota metodológica en el Informe Mensual 260 sección 2.1, a partir de *Fuentes de información y métodos de estimación* del Sistema de Cuentas Nacionales Argentina año base 1993 (Ministerio de Economía, 1999). Básicamente, el saldo de depósitos en pesos constantes se obtiene mediante la deflación de los valores corrientes de los saldos de préstamos y depósitos, con un índice combinado (50% y 50%) del IPC y del índice de precios mayoristas, en ambos el nivel general. Dado el incremento de la demanda transaccional de dinero en el tercer trimestre, al utilizarse los referidos deflatores **podría plantearse la hipótesis de que el PBI a precios constantes proveniente de la intermediación financiera estaría siendo sobrestimado.**

Esto sería extensible a todos los sectores en los cuales no se calculan de manera independiente el Producto a precios constantes y a precios corrientes, sino que se toman valores corrientes y se deflactan por índices de precios como los antes indicados.

- 2.2.** El PBI a precios constantes llegó a 464,9 miles de millones de pesos y a 1.865,4 miles de millones a precios corrientes, este último con un crecimiento de 27,3%. Al dividirlo por el 9,3% del primero **se llega a un incremento de 16,4% en el Índice de precios implícitos en el Producto**, indicador *proxy* de la evolución de los precios de la economía.

Debe destacarse un mayor aumento en Bienes que en Servicios (20,3% frente a 13,7%), resultado del referido incremento de 43,0% en los precios implícitos del sector agrícola, como también el de 24,9% en el sector Explotación de minas y canteras.

- 2.3.** Por otra parte, el Consumo creció en el tercer trimestre más que el PBI, tanto el privado como el público (11,1% y 10,3%, respectivamente). La Inversión bruta interna fija (IBIF) aumentó 16,5%, correspondiendo 9,8% a Construcción y 23,2% a Equipo durable de producción. **La relación IBIF/PBI fue de 26,2% a precios constantes y 24,3% a precios corrientes, en este caso reflejando la estructura actual de la economía.**

Finalmente, las importaciones de bienes y servicios aumentaron 17,7% en un proceso de desaceleración y las exportaciones apenas se incrementaron 3,4%, siempre a precios constantes.

2.4. El cuadro adjunto incluye las variaciones del PBI en comparación con el trimestre inmediato anterior, en términos desestacionalizados.

Cuadro 2.2
PRODUCTO BRUTO INTERNO
(Variaciones porcentuales en comparación con el trimestre anterior)

| | Sin estacionalidad | Valores anualizados |
|----------------------|--------------------|---------------------|
| 2010 | | |
| Trimestre I | 3,6 | 15,2 |
| Trimestre II | 2,9 | 12,1 |
| Trimestre III | 0,6 | 2,4 |
| Trimestre IV | 3,0 | 12,6 |
| 2011 | | |
| Trimestre I | 3,2 | 13,4 |
| Trimestre II | 2,4 | 9,9 |
| Trimestre III | 1,1 | 4,5 |

FUENTE: ídem anterior.

Queda de manifiesto la desaceleración en el curso de 2011, que en términos anualizados significa un crecimiento de 4,5% al comparar el tercer trimestre contra el segundo del mismo año.

2.5. El ya mencionado EMAE en la sección 2.1., indicador que anticipa la variación del PBI a precios constantes, **registró en octubre un crecimiento de 8,1% respecto de igual mes de 2010, con un acumulado en el año de 9,3%**

Este indicador, que va anticipando mes a mes la variación del Producto, es corregido cada vez que se difunde el siguiente avance trimestral de actividad, como en esta oportunidad, de acuerdo con la metodología establecida. En el cuadro adjunto se comparan los datos publicados el 18-11-2011 con los del 22-12-2011.

Cuadro 2.3
ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (EMAE)
Enero–septiembre de 2011
(Variaciones porcentuales respecto de igual mes del año anterior)

| | 18-11-2011 | 22-12-2011 |
|-------------------|------------|-------------|
| Enero | 10,9 | 10,9 |
| Febrero | 10,3 | 10,3 |
| Marzo | 8,7 | 8,7 |
| Abril | 8,8 | 8,8 |
| Mayo | 9,3 | 9,3 |
| Junio | 9,4 | 9,4 |
| Julio | 7,6 | 9,0 |
| Agosto | 8,6 | 10,1 |
| Septiembre | 7,7 | 8,9 |
| Trim. III | 8,0 | 9,3 |

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC.

Como puede verse, las tasas de los dos primeros trimestres son coincidentes y corresponden a 9,9% y 9,1%, ya que en su momento fueron ecualizadas. En cambio, al 18-11-2011, la del tercer trimestre implicaba 8,0%, que ahora se eleva a 9,3%, como en el Cuadro 2.1.

Cuando se utiliza este indicador anticipado debe tenerse presente que se trata de una estimación que luego es posteriormente actualizada.

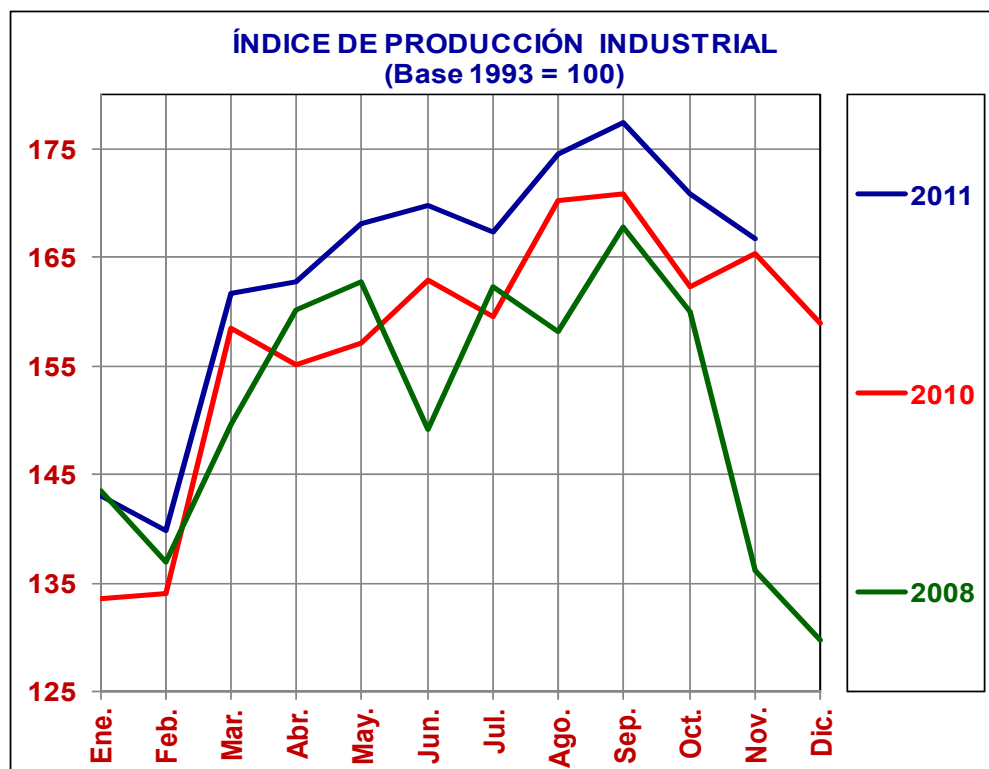
2.6. En cuanto a la evolución de la industria manufacturera, el siguiente cuadro incluye las tasas de variación más significativas.

Cuadro 2.4
ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI FIEL)
Con estacionalidad y desestacionalizado
(Tasas de variación %)

| | |
|---|-----|
| 11 meses de 2011/11 meses de 2010 (con) | 4,2 |
| Noviembre 2011/Noviembre 2010 (con) | 0,8 |
| Noviembre 2011/Octubre 2011 (desestac.) | 0,4 |

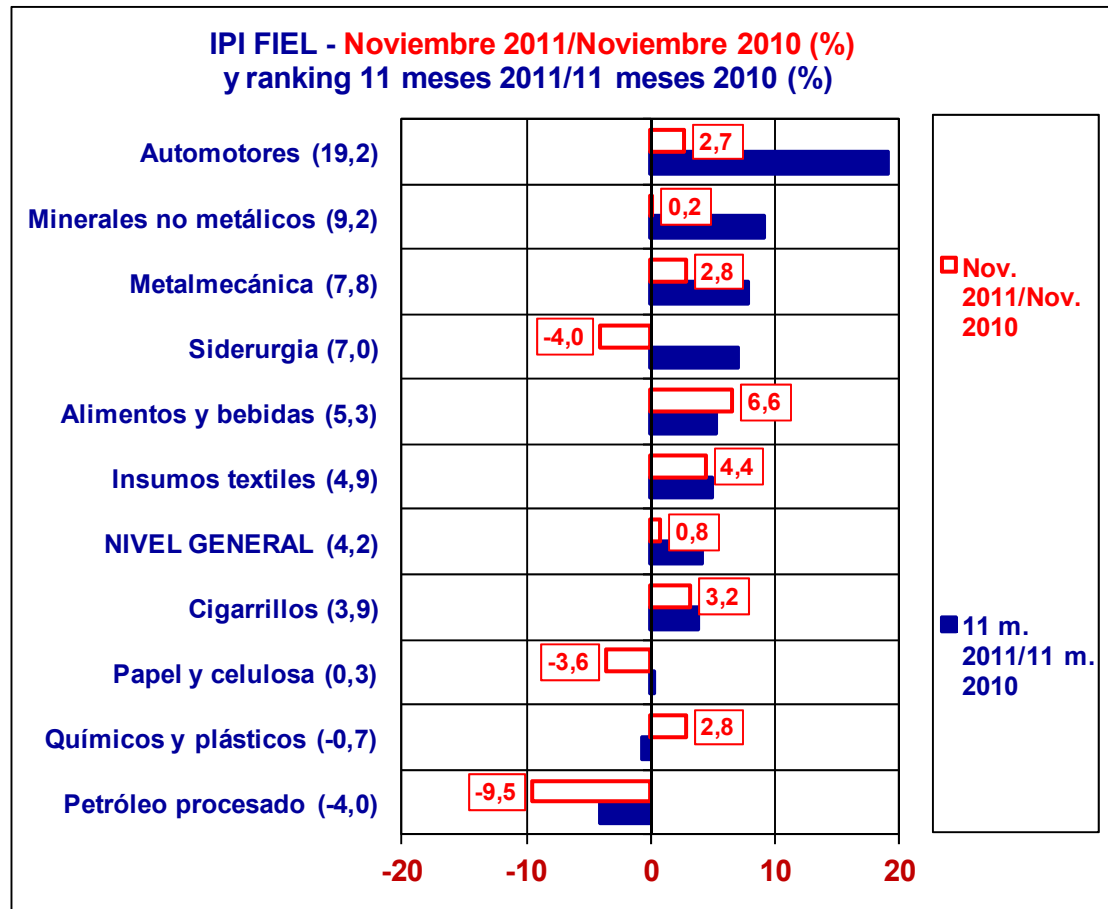
FUENTE: elaborado sobre la base datos FIEL (21-12-2011).

El siguiente gráfico muestra la evolución mensual del IPI en 2011–2010 y en 2008, debiendo tenerse en cuenta que desde agosto de 2010 constituyó una alta base de comparación.



FUENTE: ídem anterior.

Por último, desde el punto de vista sectorial, el cuadro anexo destaca las tasas de variación interanual del mes de noviembre y el ranking de 11 meses 2011/11 meses 2010, en este caso en la columna que indica cada uno de los rubros.



FUENTE: ídem anterior.

Por ejemplo, el sector Automotores creció 19,2% en los primeros once meses, pero solamente 2,7% en noviembre, entre otros factores por la contracción en Brasil, con una diferencia de 16,5 puntos porcentuales entre ambos registros.

Otro sector con una diferencia de 11,0 puntos porcentuales fue Siderurgia, en el cual en el mes de noviembre incidieron problemas técnicos en la planta de aluminio de Aluar. Otras diferencias se dieron en Minerales no metálicos, Petróleo procesado y Metalmecánica.

2.7. El Índice de confianza de consumidor (ICC) elaborado por el Centro de Investigación en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella, disminuyó 7,3% el mes de diciembre en comparación con el mes inmediato anterior.

Según la referida organización, se trata de la caída mensual más pronunciada desde el mes de octubre de 2008, con tres bajas consecutivas en octubre–diciembre y la primera variación interanual negativa desde octubre de 2009 (-1,2%).

Por áreas, la mayor baja se da en el Gran Buenos Aires, seguido de Capital Federal e interior, con 11,3%, 4,6% y 1,1%. Por sectores, disminuye 9,6% para los de menor poder adquisitivo y 5,1% para los de mayor. Desde el punto de vista de los subíndices, el descenso corresponde a Durables e inmuebles, Expectativas económicas y Situación personal (8,4%, 6,9% y 6,5%, en cada caso).

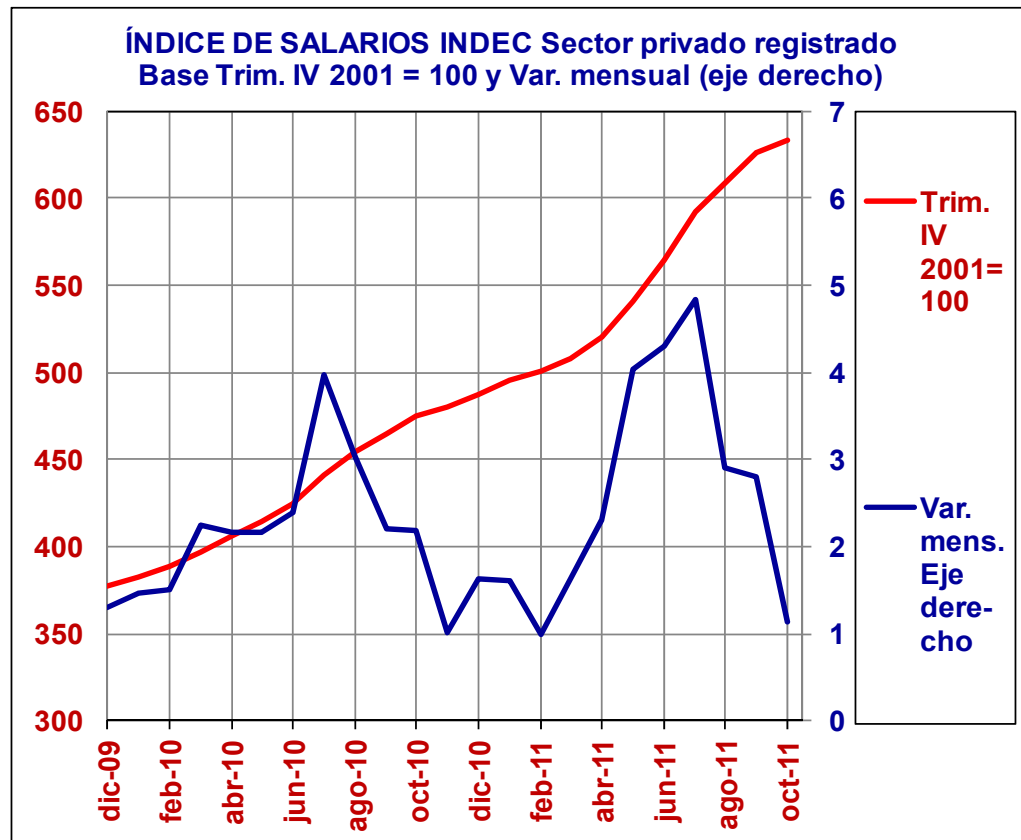
El universo es la población de los grandes centros urbanos, mayores de 18 años; tipo de encuesta, telefónica; tamaño de la muestra 1.208 casos, error estadístico +/- 3,5%; **fecha del trabajo de campo, entre el 1º y el 14 de diciembre de 2011.**

Las preguntas son las siguientes.

1) ¿Cómo es su situación económica personal en relación a un año atrás: diría que mejoró, se mantiene igual o empeoró? 2) ¿Qué cree que ocurrirá con su situación económica personal dentro de un año: cree que mejorará, se mantendrá igual o empeorará? 3) ¿Cómo cree que será la situación económica del país dentro de un año: mejor, igual o peor que la actual? 4) Ídem dentro de tres años. 5) ¿Cree que este es un buen momento para realizar compras como por ejemplo electrodomésticos? Opciones: Sí, No, Ns/Nc. 6) ¿Cree que es un buen momento para realizar compras más importantes como autos o para cambiar de casa? Opciones: Sí, No, Ns/Nc.

3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

3.1. El siguiente gráfico muestra la evolución del Índice de salarios elaborado por INDEC, correspondiente al Sector privado registrado, tanto el nivel como la variación respecto del mes inmediato anterior.



NOTA: Encuesta de periodicidad mensual a las empresas del sector privado; muestra sobre la base de la información del Sistema integrado previsional argentino (SIPA).

FUENTE: INDEC, *Índice de salarios y coeficiente de variación salarial* (1-12-2011 y anteriores).

El Índice de salarios del sector privado registrado (en valores corrientes) alcanzó en octubre pasado el nivel de 633,07 para la Base cuarto trimestre de 2001 igual a 100, con un crecimiento interanual de 33,3% y **una aceleración que se visualiza en el curso de 2011.**

La variación mensual registra un pico en los meses de julio y su entorno, con una mayor cota en julio de 2011, que se deriva de la aplicación de las remuneraciones determinadas en las negociaciones salariales de los meses anteriores.

3.2. El cuadro que sigue incluye la evolución del referido nivel del índice en los últimos doce meses, las variaciones interanuales y mensuales, en este caso llevadas también a ritmo anual.

Cuadro 3.1
ÍNDICE DE SALARIOS SECTOR PRIVADO REGISTRADO
Base Trim. IV 2001 = 100, tasas interanuales, mensuales y a ritmo anual

| | Base Trim. IV 2001=100 | Interanual (%) | Mensual (%) | A ritmo anual (%) |
|--------------|-----------------------------------|---------------------------|------------------------|------------------------------|
| Nov. 2010 | 479,72 | 28,9 | 1,0 | 12,7 |
| Dic. 2010 | 487,58 | 29,3 | 1,6 | 21,0 |
| Enero 2011 | 495,45 | 29,4 | 1,6 | 21,0 |
| Febrero 2011 | 500,32 | 28,8 | 1,0 | 12,7 |
| Marzo 2011 | 508,42 | 28,0 | 1,6 | 21,0 |
| Abril 2011 | 520,15 | 28,2 | 2,3 | 31,4 |
| Mayo 2011 | 541,18 | 30,5 | 4,0 | 60,1 |
| Junio 2011 | 564,50 | 32,9 | 4,3 | 65,7 |
| Julio 2011 | 591,80 | 34,0 | 4,8 | 75,5 |
| Agosto 2011 | 608,99 | 33,9 | 2,9 | 40,9 |
| Sept. 2011 | 626,01 | 34,7 | 2,8 | 39,3 |
| Octubre 2011 | 633,07 | 33,3 | 1,1 | 14,0 |

FUENTE: ídem anterior.

A nivel interanual se destacan los más elevados valores de julio–septiembre, a nivel mensual las tasas de mayo–julio y a ritmo anual el pico de 75,5% en julio luego de 60,1% y 65,7% en los meses previos.

En este contexto se iniciará la discusión de los convenios en 2012, frente al mensaje del gobierno en el sentido de poner un techo de 18% en los aumentos de salarios.

4. FINANZAS PÚBLICAS

4.1. En los primeros once meses de 2011 la recaudación tributaria creció 32%. El aumento estuvo liderado por el Impuesto a las Ganancias, que creció 42%. Los tributos vinculados a la Seguridad Social se incrementaron en el entorno del 37%–38%. Débitos e IVA aumentaron 37% y 34%, respectivamente.

Cuadro 4.1
RECAUDACIÓN ENERO–NOVIEMBRE
(En miles de millones de pesos)

| | 2011 | 2010 | Δ% |
|-------------------------------|-------------|-------------|-------------|
| 1. Ganancias | 98,6 | 69,4 | 42,0 |
| 2. IVA | 136,0 | 102,0 | 34,0 |
| 3. Internos | 9,9 | 8,6 | 14,5 |
| 4. Derechos a la Exportación | 50,2 | 42,5 | 17,9 |
| 5. Derechos a la Importación | 13,3 | 10,3 | 29,3 |
| 6. Combustibles (varios) | 15,5 | 13,2 | 17,4 |
| 7. Bienes Personales | 5,3 | 4,6 | 13,9 |
| 8. Débitos | 32,8 | 24,0 | 36,6 |
| 9. Aportes Personales | 46,8 | 34,2 | 36,8 |
| 10. Contribuciones Patronales | 68,7 | 49,7 | 38,2 |
| 11. Otros Seguridad Social | 7,1 | 7,1 | ----- |
| 12. Otros | 7,2 | 6,2 | 16,1 |
| 13. Total | 491,2 | 371,8 | 32,1 |

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de la Secretaría de Hacienda, Ministerio de Economía.

4.2. En el mes de noviembre, el Sector público nacional alcanzó un déficit de 50 millones de pesos, en comparación con el superávit de 2.116 millones del mismo mes de 2010. Cabe señalar que en el año 2011 las rentas de la propiedad representaron ingresos por 1.114 millones, contra 6.409 millones de 2010. Por lo tanto, corregido por ingresos extraordinarios, el resultado de noviembre fue un déficit de 4.293 millones en 2010 y otro de 1.164 millones en 2011, lo que implica una mejora.

Se destacó en noviembre el crecimiento en los recursos normales de 24%, con una desaceleración respecto del acumulado anual (*véase la sección anterior*). Llamativamente, el gasto total aumentó solamente 11,4% en términos interanuales y el gasto primario 14,2%; dentro de los componentes del gasto primario, la información de la Secretaría de Hacienda presenta una caída nominal en el rubro remuneraciones de 7,3% y otra en el gasto de capital de 25,1%.

5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO

5.1. La Base Monetaria recuperó dinamismo desde mediados de noviembre, creciendo en el orden de 3% como promedio mensual de saldos diarios (aunque se espera una aceleración sobre fin de mes); la variación anual (18-12-2011/18-12-2010) es de 36%, luego de haber llegado a 37% en julio.

A su vez, los Pasivos Financieros Amplios llegaban en diciembre a 290,3 miles de millones de pesos, con un aumento mensual de 4,5% y un incremento anual de 20,5%. La brecha entre el crecimiento anual de la Base Monetaria y los Pasivos Financieros refleja la evolución del stock de LEBAC, que mostró una fuerte caída en la segunda mitad de 2011, transformándose en una fuente de financiamiento del aumento de la Base Monetaria.

Las Reservas Internacionales, que habían frenado su descenso en las primeras semanas de diciembre, han sufrido el efecto del pago del Bono Cupón PBI. Sin perjuicio de ello, como se señaló en 1.6, el BCRA se transformó en comprador desde mediados de noviembre y ello volvió a colocar el nivel de reservas en el entorno de los 46,0 miles de millones de dólares el 23-12-2011.

5.2. Los depósitos en pesos, que crecieron 1,0% en noviembre (como promedio mensual de saldos diarios), aumentaron 1,5% en diciembre, lo que implica un crecimiento anual de 29% (recuérdese que a agosto el crecimiento anual se elevaba al 37,9%). Los depósitos privados en pesos, luego de crecer 2,0% en noviembre, lo hicieron alrededor del 3,0% en diciembre; ello sugiere que los depósitos del gobierno, que representan un tercio de los depósitos totales en pesos, cayeron levemente.

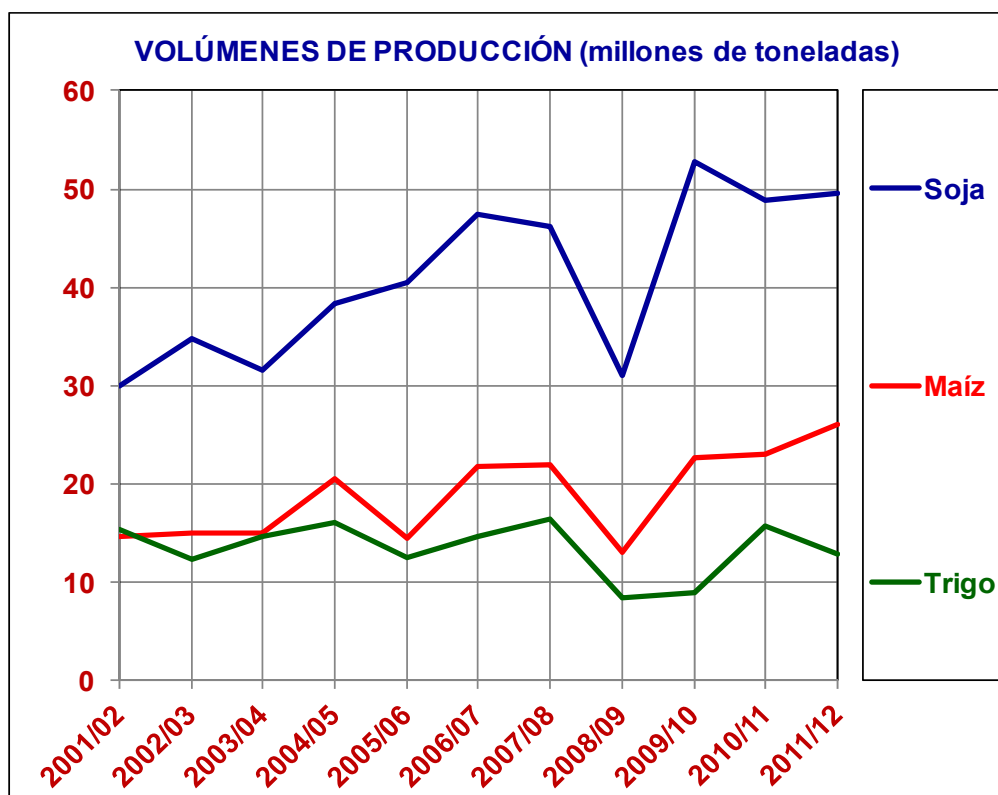
Dentro de los depósitos en pesos, los transaccionales (vista y caja de ahorro) son los que han exhibido más dinamismo, lo cual concuerda con las características de la estacionalidad monetaria de diciembre.

En relación a los depósitos privados en dólares, el goteo ha tendido a disminuir a un ritmo de unos 30 millones de dólares por semana.

Finalmente, el crédito al sector privado creció 2% en diciembre, luego de haberlo hecho 3% en noviembre, como promedio mensual de saldos diarios.

6. SECTOR EXTERNO

6.1. El gráfico adjunto muestra la evolución de la producción de soja, maíz y trigo desde la campaña 2001/2002 hasta la 2011/2012.



FUENTE: Ministerio de Agricultura hasta 2010/2011; Bolsa de Comercio de Rosario, estimación 2011/2012.

Puede apreciarse como la soja pasó de 30 millones de toneladas a 50 millones en el período, destacándose la caída de la campaña 2008/2009 como consecuencia de la sequía. En maíz y trigo se destaca la apertura de la tijera entre ambos cereales, por la demanda para la elaboración de biocombustibles y los controles a la comercialización, en cada caso.

6.2. En materia de perspectivas del sector agrícola para la campaña 2011/2012, en primer lugar se hará referencia a las estimaciones de la Bolsa de Comercio de Rosario en volúmenes físicos, esto es, al factor cantidades; posteriormente se actualizará la información acerca de la evolución de los precios internacionales.

El cuadro de la página siguiente incluye las estimaciones para la referida campaña y las compara con los resultados de 2010/2011 de dicha entidad.

Cuadro 6.1
ESTIMACIONES DE ÁREA SEMBRADA, RINDE Y PRODUCCIÓN
2011/2012 y comparativo con 2010/2011

| | Área sembrada (Millones de hectáreas) | Rinde (Quintales por hectárea) | Producción (Millones de toneladas) |
|------------------|--|-----------------------------------|---------------------------------------|
| Soja | | | |
| 2011/2012 | 18,8 | 26,8 | 49,5 |
| 2010/2011 | 18,8 | 27,1 | 50,3 |
| Trigo | | | |
| 2011/2012 | 4,6 | 29,0 | 12,8 |
| 2010/2011 | 4,5 | 32,3 | 14,3 |
| Maíz | | | |
| 2011/2012 | 4,4 | 69,3 | 26,0 |
| 2010/2011 | 4,1 | 65,0 | 21,4 |

NOTA: para el cálculo de la producción debe restarse del área sembrada la no cosechable, sobre la base del comportamiento histórico; en el caso de la soja quedarían 18,48 millones x 2,68 = 49,5 millones.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de la Bolsa de Comercio de Rosario, *Guía estratégica para el agro, Estimación mensual nacional* (7-12-2011).

En el caso de la soja, la estimación del área sembrada para la presente campaña es similar a la de 2010/2011 y por menores rindes **la producción sería 1,6% menor**. Estas estimaciones deberían reverse en febrero–marzo, en función a los factores climáticos bajo el efecto “La Niña”, dado que es el período de floración y llenado de granos.

Para el trigo, a pesar de un leve incremento en el área sembrada, un menor rinde generaría **una baja en la producción de 10,5%** respecto de la campaña anterior. Un factor negativo ha sido las insuficientes lluvias durante el período de crítico de desarrollo del cultivo, sobre todo en el sur de la provincia de Buenos Aires.

En el maíz se estima una mayor área cultivada y más elevados rindes, dadas las mejores condiciones bajo las cuales se está desarrollando, lo cual se traduciría en un **importante crecimiento de 21,5% en la producción**. En este caso se aplica el mismo *caveat* que en soja, en cuanto a la revisión de los pronósticos en febrero–marzo.

Por otra parte, de acuerdo con las estimaciones del Ministerio de Agricultura que surgen del Informe Semanal al 15-12-2011, **el área sembrada de soja llega al 77% de lo estimado y el maíz al 83%. En cuanto al trigo, el área ya cosechada se estima en el 52%.**

- 6.3. El siguiente cuadro incluye las estimaciones para soja en la campaña 2011/2012 del *United States Department of Agriculture (USDA)*, comparando con la posición de otros países.

Cuadro 6.2
ESTIMACIONES DE PRODUCCIÓN MUNDIAL DE SOJA 2011/2012

| | Millones de toneladas | Participación % | Acumulada % |
|------------------|-----------------------|-----------------|--------------|
| Mundo | 259,2 | 100,0 | 100,0 |
| Estados Unidos | 82,9 | 32,0 | 32,0 |
| Brasil | 75,0 | 28,9 | 60,9 |
| Argentina | 52,0 | 20,1 | 81,0 |
| China | 13,5 | 5,2 | 86,2 |
| India | 11,0 | 4,2 | 90,4 |

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de *United States Department of Agriculture (USDA)*, *Foreign Agricultural Service* (9-12-2011).

Queda de relieve la significativa concentración de la producción de soja, ya que los tres primeros países poseen el 81% del total y existe un salto respecto de los dos siguientes.

Las estimaciones de *USDA* para la Argentina son superiores a las ya mencionadas de la Bolsa de Comercio de Rosario del Cuadro 6.1. La diferencia proviene de una mayor superficie sembrada y un mejor rinde.

- 6.4. El cuadro adjunto muestra los principales usos de los granos detallados en la sección anterior, según la información oficial.

Cuadro 6.3
DESTINOS DE LA PRODUCCIÓN
(En millones de toneladas)

| Trigo (Campaña 2011/2012) | | | | | |
|---------------------------|------------|---------------|--------------|-------------|----------------|
| Stock 1-12-10 | Producción | Molienda | Semillas | Exportación | Stock 30-11-11 |
| 3,90 | 12,00 | 6,20 | 0,60 | 6,50 | 2,60 |
| Soja (Campaña 2010/2011) | | | | | |
| Stock 1-1-11 | Producción | Industrializ. | --- | Exportación | Stock 31-12-11 |
| 3,10 | 48,90 | 38,75 | --- | 10,70 | 1,40 |
| Maíz (Campaña 2010/2011) | | | | | |
| Stock 1-3-11 | Producción | Industrializ. | Prod. animal | Exportación | Stock 28-2-12 |
| 2,10 | 22,90 | 1,35 | 6,80 | 15,40 | 1,45 |

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Ministerio de Agricultura, *Estimaciones agrícolas* (Informe Mensual al 15-12-2011).

En el trigo, cuya exportación está sujeta a control, el 57% de la producción se destina a molienda y semillas, con el 54% a exportación, con una baja del stock final. Considerando los datos de la campaña anterior, en la soja el 79% de lo producido va a industrialización, que a su vez se exporta como aceite y subproductos, en forma de harina o pellets; y con el 22% a exportación, previéndose una baja en los stocks. En maíz, prácticamente el 67% va a exportación y el resto a producción animal (30%) e industrialización (6%), con una leve baja en los stocks.

6.5. Completando en el cuarto trimestre, el siguiente cuadro muestra la evolución de los precios internacionales de soja, trigo y maíz hasta diciembre último.

Cuadro 6.4
PRECIOS INTERNACIONALES DE SOJA, TRIGO Y MAÍZ
FOB Golfo (USD/tonelada)

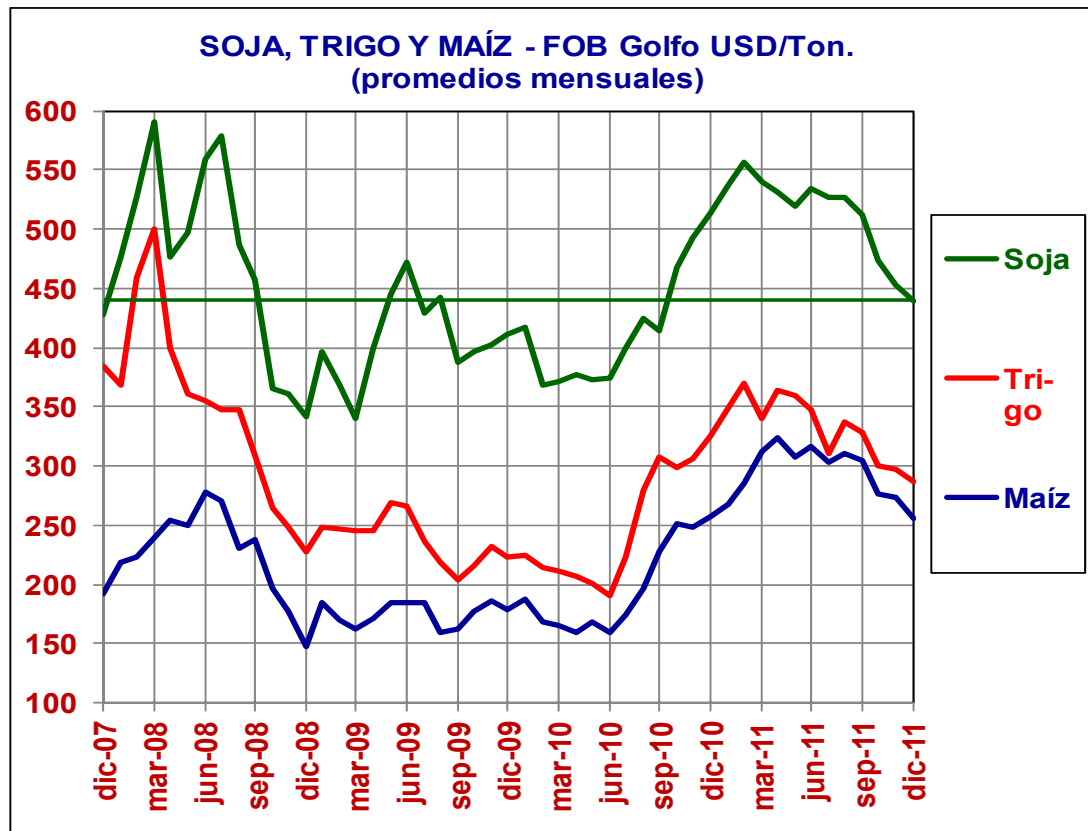
| | Soja | Trigo | Maíz |
|--------------------------------------|------------|------------|------------|
| Promedio anual 2008 | 477 | 349 | 227 |
| Promedio anual 2009 | 408 | 238 | 175 |
| Promedios mensuales 2010 | | | |
| Marzo | 371 | 211 | 165 |
| Junio | 374 | 191 | 159 |
| Septiembre | 415 | 308 | 228 |
| Diciembre | 513 | 325 | 257 |
| Promedio anual 2010 | 416 | 249 | 197 |
| Promedios mensuales 2011 | | | |
| Enero | 538 | 349 | 267 |
| Febrero | 557 | 370 | 285 |
| Marzo | 540 | 340 | 312 |
| Abril | 531 | 364 | 324 |
| Mayo | 520 | 359 | 307 |
| Junio | 535 | 348 | 316 |
| Julio | 527 | 310 | 303 |
| Agosto | 527 | 338 | 310 |
| Septiembre | 512 | 328 | 304 |
| Octubre | 473 | 300 | 277 |
| Noviembre | 453 | 297 | 274 |
| Diciembre (preliminar) | 440 | 287 | 256 |
| Promedio anual 2011 (Prelim.) | 513 | 333 | 295 |
| Promedio 2011 Prel./Prom. 2010 (%) | 23,3 | 33,7 | 49,7 |

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Ministerio de Agricultura.

Queda en evidencia que las cotizaciones de los tres granos vienen declinando en el cuarto trimestre, aunque desacelerándose la baja en diciembre.

Por otro lado, el promedio de 2011 supera ampliamente el promedio de 2010 en todos los granos, sobre todo en trigo y maíz, como puede verse en el Cuadro 6.4.

El gráfico de la página siguiente permite visualizar la evolución de los precios de estos granos, con el descenso de soja y trigo luego del pico de febrero de 2011 y en el caso de maíz desde el máximo de abril.



FUENTE: Ministerio de Agricultura.

- 6.6.** En materia de perspectivas respecto de la evolución del precio de la soja, en la presente sección se actualizará el ejercicio numérico hipotético presentado en el anterior Informe Mensual, **que consiste en suponer que el valor del Trim. IV de 2011 (455) perdurará como promedio del año 2012.** Dicho valor, sobre el promedio de 2011 (513) **arroja un descenso de 11,3%, todavía inferior al estimado por el Banco Mundial (-12,7%).**

Como se dijo, esa baja pueda caracterizarse como “arrastre estadístico”, dado que el nivel del último trimestre es inferior al promedio anual de 2011. Obviamente, esto resulta contingente al grado de volatilidad de los productos financieros asociados (“*financialization*” of *commodities*), a la evolución de la crisis europea, cambios climáticos, entre otros.

Las estimaciones en cantidades de la Bolsa de Comercio de Rosario para la campaña 2011/2012, que surgen de la sección 6.2, con variaciones en soja -1,6%, trigo -10,5% y maíz 21,5%, indican que solamente maíz contribuiría para compensar los menores precios.

Distinta sería la situación si prevalecieran las estimaciones de *USDA*, que se mencionaron en la sección 6.3., con una variación en soja de 6,1% respecto de sus anteriores registros. **Resultará por tanto crucial, fundamentalmente en soja, que en febrero-marzo las condiciones meteorológicas favorezcan el desarrollo de los cultivos, tema clave dada la presencia del referido fenómeno “La Niña”.**

- 6.7. Esta preocupación por los ingresos del sector exportador tiene que ver con la descendente evolución del saldo de la Balanza Comercial y el de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos, temas que se desarrollarán en la presente sección y en la siguiente.

En materia de intercambio comercial, las exportaciones totalizaron en noviembre 6.920 millones¹ y las importaciones 6.236, lo cual implica un saldo comercial de 684 millones. **Debe puntualizarse que la variación interanual de las importaciones es 12%, en tanto que el acumulado de 11 meses es 33%.**

En el período enero–noviembre las exportaciones sumaron 78.000 millones, con un crecimiento de 25%, y las importaciones 67.933, con el referido 33% de incremento. El saldo comercial es entonces 10.067 millones, 1.448 menos que en igual período de 2010. En las exportaciones se destacaron Productos primarios, Manufacturas de origen agropecuario y de origen industrial, con aumentos de 35%, 27% y 24%, respectivamente.

En el cuadro siguiente se desagregan las importaciones, tanto para el mes de noviembre como para el acumulado de 11 meses.

Cuadro 6.5
IMPORTACIONES SEGÚN USOS ECONÓMICOS
(En millones de dólares y en variación porcentual interanual)

| | Noviembre 2011 | | Enero–Noviembre 2011 | |
|--|----------------|-----------|----------------------|------------|
| | Mill. USD | % | Mill. USD | % |
| Bienes de capital | 1.264 | 9 | 13.236 | 29 |
| Bienes intermedios | 1.799 | 2 | 20.166 | 25 |
| Combustibles y lubricantes | 595 | 93 | 8.678 | 111 |
| Piezas y accesorios p/ bienes de capital | 1.311 | 9 | 13.307 | 27 |
| Bienes de consumo | 724 | 3 | 7.348 | 23 |
| Vehículos automotores de pasajeros | 522 | 21 | 5.011 | 23 |
| Resto | 21 | 91 | 187 | 44 |
| Total | 6.236 | 12 | 67.933 | 33 |

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC (21-12-2011).

Con excepción de Combustibles y lubricantes y de Vehículos automotores de pasajeros, las tasas de variación de noviembre se encuentran muy por debajo de las correspondientes a las de 11 meses.

- 6.8. El cuadro de la página siguiente resume los principales rubros del Balance de Pagos en el tercer trimestre.

La Cuenta Corriente arroja un saldo negativo de 166 millones, que se suma al déficit de la Cuenta Capital por 2.987 millones. De ese modo, la variación de las Reservas Internacionales fue de -3.153 millones, como consecuencia de las operaciones del Balance de Pagos.

¹ A partir de este punto, cuando se dice “millones” debe interpretarse “millones de dólares”.

Cuadro 6.6
BALANCE DE PAGOS
Trim. III 2011
(En millones de dólares)

| | |
|--|---------------|
| Cuenta Corriente | -166 |
| Mercancías | 3.300 |
| Exportaciones FOB | 23.531 |
| Importaciones FOB | 20.231 |
| Servicios | -606 |
| Rentas y transferencias corrientes | -2.860 |
| Cuenta Capital | -2.987 |
| Sector bancario | 3.436 |
| Sector público no financiero | -686 |
| Sector privado no financiero | -3.845 |
| Otros | 49 |
| Errores y omisiones netos | -1.941 |
| Variación de Reservas Internacionales | -3.153 |

FUENTE: elaborado sobre la base de datos INDEC (21-12-2011).

La Cuenta Mercancías, por 3.300 millones, apenas si alcanza a compensar parcialmente los saldos negativos en Servicios y en Rentas. A su vez, en la Cuenta Capital solamente se encuentran saldos positivos en el Sector Bancario, **destacándose el Sector privado no financiero con una salida neta de 3.845 millones.**

Considerando el acumulado en los tres primeros trimestres, el saldo de la Cuenta Corriente llega a 561 millones, inferior al de similar período del año 2010 (3.486 millones). En la Cuenta Capital se totaliza un déficit de 2.987 millones, frente a -406 millones en el año anterior. **La variación de reservas totaliza -4.087 millones, contra 3.080 millones, siempre en comparación con los tres trimestres de 2010.**

ANEXO ESTADÍSTICO

Cuadro I. ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL (EMI)

| Año | Mes | Nivel (1) | Mensual % (2) | Anual % (3) |
|------------|----------------|------------------|----------------------|--------------------|
| 2010 | Octubre | 131,6 | 0,2 | 8,4 |
| | Noviembre | 136,9 | 3,4 | 12,8 |
| | Diciembre | 140,1 | 4,0 | 10,6 |
| 2011 | Enero | 114,5 | -4,2 | 10,3 |
| | Febrero | 119,4 | 0,7 | 9,0 |
| | Marzo | 129,8 | 0,2 | 8,5 |
| | Abril | 133,5 | 0,3 | 8,2 |
| | Mayo | 134,7 | 0,9 | 9,1 |
| | Junio | 127,0 | -0,2 | 8,2 |
| | Julio | 129,1 | -0,7 | 7,1 |
| | Agosto | 135,5 | 0,0 | 5,2 |
| | Septiembre | 139,7 | 0,6 | 5,1 |
| | Octubre | 137,0 | -0,3 | 4,1 |

Fuente: INDEC.

(1) Serie con estacionalidad Base 2006 = 100.

(2) Variación porcentual con relación al mes anterior, serie desestacionalizada.

(3) Variación porcentual con relación a igual mes del año anterior, serie con estacionalidad.

Cuadro II. INDICADORES SINTÉTICOS DE LA ACTIVIDAD DE LA CONSTRUCCIÓN Y DE SERVICIOS PÚBLICOS

| Año | Mes | Construcción (ISAC) | | Servicios Públicos |
|------------|----------------|----------------------------|--------------------|---------------------------|
| | | Mensual % (1) | Anual % (2) | Anual % (2) |
| 2010 | Octubre | 4,5 | 8,6 | 11,5 |
| | Noviembre | 1,6 | 21,0 | 10,6 |
| | Diciembre | 0,9 | 19,6 | 12,4 |
| 2011 | Enero | 0,9 | 11,6 | 11,8 |
| | Febrero | 0,9 | 13,4 | 12,6 |
| | Marzo | -1,4 | 5,1 | 11,0 |
| | Abril | 2,1 | 9,9 | 11,9 |
| | Mayo | 3,5 | 14,8 | 12,0 |
| | Junio | -4,3 | 8,7 | 8,8 |
| | Julio | 1,1 | 8,3 | 9,4 |
| | Agosto | -2,7 | 11,5 | 11,4 |
| | Septiembre | 3,9 | 11,1 | 10,7 |
| | Octubre | -0,3 | 6,4 | 10,4 |

Fuente: INDEC.

ISAC 1997 = 100. Referencia: demanda de insumos requeridos en la construcción.

ISSP 1996 = 100. Referencia: consumo global de los servicios públicos.

(1) Variación porcentual con relación al mes anterior, serie desestacionalizada.

(2) Variación porcentual con relación a igual mes del año anterior, serie con estacionalidad.

Cuadro III. ÍNDICES DE SALARIOS NOMINALES

| Año | Mes | Sector privado | | Sector público | Nivel general | |
|------|----------------|----------------|---------------|----------------|---------------|-------------|
| | | Registrado | No registr. | | Índice | Mens. % (1) |
| 2010 | Octubre | 474,95 | 386,26 | 307,17 | 407,09 | 1,93 |
| | Noviembre | 479,72 | 397,02 | 307,17 | 411,63 | 1,12 |
| | Diciembre | 487,58 | 403,57 | 307,17 | 416,87 | 1,27 |
| 2011 | Enero | 495,45 | 420,01 | 308,43 | 424,48 | 1,82 |
| | Febrero | 500,32 | 431,53 | 308,69 | 429,30 | 1,14 |
| | Marzo | 508,42 | 437,80 | 311,46 | 435,43 | 1,43 |
| | Abril | 520,15 | 447,93 | 311,74 | 443,42 | 1,83 |
| | Mayo | 541,18 | 457,97 | 313,45 | 456,48 | 2,95 |
| | Junio | 564,50 | 476,95 | 318,67 | 473,52 | 3,73 |
| | Julio | 591,80 | 489,04 | 328,55 | 492,52 | 4,01 |
| | Agosto | 608,99 | 493,92 | 330,80 | 502,85 | 2,10 |
| | Septiembre | 626,01 | 497,68 | 330,96 | 512,18 | 1,86 |
| | Octubre | 633,07 | 503,03 | 336,32 | 518,39 | 1,21 |

Fuente: INDEC, Índice de salarios y coeficiente de variación salarial.

Índice Base Trimestre IV 2001 = 100.

Encuesta en el sector privado registrado; EPH en el no registrado; información en el sector público.

Ponderaciones: 50,16% – 19,93% y 29,91%, respectivamente.

(1) Variación porcentual con relación al mes anterior.

Cuadro IV. ÍNDICES DE SALARIOS REALES

| Año | Mes | Nivel General | Industria manufacturera (Fuente: FIEL) | | |
|------|----------------|---------------|--|-----------------|-------------------|
| | | | Salario real (1) | Salario USD (2) | Costo laboral (3) |
| 2010 | Octubre | 138,27 | Trim. IV 116,7 | Trim. IV 860 | Trim. IV 163,9 |
| | Noviembre | 138,80 | | | |
| | Diciembre | 139,39 | | | |
| 2011 | Enero | 140,92 | Trim. I 120,4 | Trim. I 919 | Trim. I 172,4 |
| | Febrero | 141,47 | | | |
| | Marzo | 142,29 | | | |
| | Abril | 143,70 | | | |
| | Mayo | 146,85 | Trim. II 126,4 | Trim. II 998 | Trim. II 184,6 |
| | Junio | 151,26 | | | |
| | Julio | 156,09 | | | |
| | Agosto | 158,04 | | | |
| | Septiembre | 159,64 | | | |
| | Octubre | 160,56 | | | |

Fuente: elaborado sobre la base de columna Nivel General del Cuadro V., ajustado por IPC Abril. 2008=100.

(1) Salario nominal industrial (datos de INDEC) deflactado por IPC y empalmado desde Oct. 06 con la variación IPC Nacional Resto y desde Ene. 08 por IPC FIEL. Base Trim. I 2006 = 100.

(2) Salario nominal industrial expresado en dólares. Trim. I 2006 = 403,3.

(3) Costo laboral deflactado por precios mayoristas (Manufacturados). Índice Base Trim. I 2006 = 100.

Cuadro V. BASE MONETARIA AMPLIA Y RESERVAS DEL BCRA

| Año | Mes | Base Monetaria Amplia (\$) (a) | Reservas Líquidas (U\$) (b) | $[(a)/(b)] \times 100$ % |
|------|----------------------|--------------------------------|-----------------------------|--------------------------|
| 2010 | Noviembre | 158.300 | 52.160 | 303 |
| | Diciembre | 166.000 | 52.150 | 318 |
| 2011 | Enero | 174.100 | 52.300 | 333 |
| | Febrero | 174.290 | 52.410 | 333 |
| | Marzo | 176.925 | 52.325 | 338 |
| | Abril | 181.820 | 51.575 | 353 |
| | Mayo | 185.800 | 52.000 | 357 |
| | Junio | 187.700 | 52.000 | 361 |
| | Julio | 193.325 | 51.825 | 373 |
| | Agosto | 200.975 | 50.200 | 403 |
| | Septiembre | 202.000 | 49.500 | 408 |
| | Octubre | 202.300 | 48.190 | 420 |
| | Noviembre (1) | 204.400 | 46.700 | 438 |

Fuente: elaboración propia sobre información del BCRA.

Promedio mensual de saldos diarios, en millones; incluye pasivos pasivos.

(1) Estimación preliminar propia.

Cuadro VI. AGREGADOS MONETARIOS

| Año | Mes | Base Monetaria Amplia | M1 | M3 |
|------|----------------------|-----------------------|------------|------------|
| 2010 | Noviembre | 2,8 | 1,8 | 2,0 |
| | Diciembre | 4,2 | 7,7 | 4,1 |
| 2011 | Enero | 4,9 | 8,5 | 4,5 |
| | Febrero | 0,1 | -4,1 | 1,4 |
| | Marzo | 1,5 | 1,0 | 2,1 |
| | Abril | 2,8 | 1,6 | 2,1 |
| | Mayo | 2,2 | 3,1 | 2,7 |
| | Junio | 1,0 | 2,5 | 2,3 |
| | Julio | 2,9 | 1,3 | 3,7 |
| | Agosto | 4,0 | 2,4 | 1,8 |
| | Septiembre | 0,5 | 0,8 | 1,3 |
| | Octubre | 0,2 | 0,7 | 0,8 |
| | Noviembre (1) | 1,2 | 0,6 | 1,2 |

Fuente: elaboración propia sobre información del BCRA.

Tasa mensual de variación, calculada a partir de promedios mensuales de saldos diarios.

(1) Estimación preliminar propia.

Cuadro VII. TIPO DE CAMBIO REAL BILATERAL PESO/DÓLAR (Dic. 2001 = 1,00)

| Períodos | TCRB Peso/dólar (1) |
|-----------------------|---------------------|
| 1980–1989 | 3,01 |
| Promedio 1956–2009 | 2,28 |
| Diciembre 2001 | 1,00 |
| Diciembre 2002 | 2,45 |
| Diciembre 2003 | 2,12 |
| Diciembre 2004 | 2,11 |
| Diciembre 2005 | 2,01 |
| Diciembre 2006 | 1,88 |
| Diciembre 2007 | 1,70 |
| Diciembre 2008 | 1,51 |
| Diciembre 2009 | 1,48 |
| 2010 | |
| Enero | 1,48 |
| Febrero | 1,42 |
| Marzo | 1,40 |
| Abril | 1,38 |
| Mayo | 1,37 |
| Junio | 1,36 |
| Julio | 1,34 |
| Agosto | 1,34 |
| Septiembre | 1,32 |
| Octubre | 1,29 |
| Noviembre | 1,28 |
| Diciembre | 1,27 |
| 2011 | |
| Enero | 1,27 |
| Febrero | 1,29 |
| Marzo | 1,27 |
| Abril | 1,25 |
| Mayo | 1,24 |
| Junio | 1,22 |
| Julio | 1,21 |
| Agosto | 1,21 |
| Septiembre | 1,20 |
| Octubre | 1,19 |
| Noviembre | 1,19 |

Fuente:

Hasta diciembre de 2009, IAEF, Dpto. de Investigaciones, *El dólar como reserva de valor en el mundo y su nivel de equilibrio en la Argentina en el largo plazo*, cuadros 8 y 9, Abril de 2010, Trabajo de Investigación N° 36. Actualización desde enero de 2010, IAEF, Dpto. de Investigaciones.

(1) Tipo de cambio real del período anterior, multiplicado por la variación del tipo de cambio nominal y la de los precios mayoristas de Estados Unidos en el período, divididos por la variación del IPC en el período = Tipo de cambio real de fin del período. El deflactor utilizado hasta diciembre de 2006 fue el IPC de INDEC; desde diciembre de 2007 se tomaron como fuente otros indicadores de la evolución de los precios minoristas emanados de diversos organismos.