

*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.*

<b>SÍNTESIS EJECUTIVA</b>	<b>3</b>
<b>EXECUTIVE SUMMARY</b>	<b>4</b>
<b>1. EL CONTEXTO GENERAL</b>	<b>5</b>
<b>2. NIVEL DE ACTIVIDAD</b>	<b>16</b>
<b>3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN</b>	<b>22</b>
<b>4. FINANZAS PÚBLICAS</b>	<b>24</b>
<b>5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO</b>	<b>25</b>
<b>6. SECTOR EXTERNO</b>	<b>26</b>
<b>ANEXO ESTADÍSTICO</b>	<b>32</b>

## **CUADROS RESUMEN**

### **1. EL CONTEXTO GENERAL**

La reforma de la Carta Orgánica del BCRA prevé una ampliación del margen autorizado para el otorgamiento de Adelantos al Tesoro, del 10% al 20% de la recaudación, quedando sin cambios el límite de 12% de la Base Monetaria. Bajo razonables supuestos de crecimiento de ambas variables, la referida capacidad se incrementaría en el entorno de 90 mil millones de pesos. Otra faceta de la reforma es la mayor libertad para el uso de las reservas, que podrían utilizarse para realizar pagos de deuda pública, entre otros conceptos.

Estas medidas tienen consecuencias en el plano monetario, como lo es el aumento del coeficiente Pasivos Financieros/Reservas. Específicamente, habrá una mayor participación de Adelantos en el Activo del balance del BCRA a expensas de activos externos, frente a un incremento en el Pasivo (la Base Monetaria o los Pasivos Financieros Amplios).

## **2. NIVEL DE ACTIVIDAD**

Los indicadores que indagan en el comportamiento de los consumidores, el Índice General de Expectativas Económicas (UCA-TNS Gallup), y el Índice de Confianza del Consumidor (UTDT), continúan descendiendo desde los respectivos picos de octubre y septiembre.

El PBI creció 8,9% en la comparación 2011/2010 y 7,3% en el cuarto trimestre respecto de igual período del año anterior, en un proceso de desaceleración. En particular, el sector Agricultura y Ganadería registró una baja interanual del 6,6% en el cuarto trimestre. En términos desestacionalizados, la comparación Trim. IV 2011/Trim. III 2011 arrojó un crecimiento de apenas 0,8%, lo cual implica una tasa anualizada de 3,2%.

## **3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN**

Según la Dirección Provincial de Estadística y Censos de San Luis, el índice precios al consumidor aumentó 1,5% en febrero en comparación con enero último y 23,9% respecto de febrero de 2011. En un rango no muy alejado se vienen manejando las negociaciones salariales, en un entorno de menor nivel de actividad y de no avance en el tema de la reducción de subsidios.

La Encuesta de Expectativas de Inflación de la Universidad Torcuato Di Tella, relevada en marzo, indica que la inflación esperada para los próximos doce meses se ha elevado a 30%, luego de doce observaciones consecutivas en 25%.

## **4. FINANZAS PÚBLICAS**

El cierre de la ejecución presupuestaria del año 2011 pone en perspectiva el deterioro creciente del cuadro fiscal del gobierno nacional, que puede ser extensible al de los gobiernos provinciales.

## **5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO**

Los depósitos en pesos aumentaron 1,7% en marzo en comparación con el mes anterior, luego de haberse incrementado 2,0% en febrero. Los depósitos en moneda extranjera del sector privado permanecen estabilizados en lo que va del corriente año.

## **6. SECTOR EXTERNO**

Las importaciones del mes de febrero descendieron 0,9% en comparación con igual mes de 2011, las que en su momento habían crecido 39% respecto de febrero de 2010.

El Balance de Pagos tuvo en 2011 un saldo positivo de solamente 17 millones de dólares, con -356 millones en el cuarto trimestre. La Cuenta Capital registró un saldo anual negativo, de 6.125 millones de dólares, de manera que la variación de las Reservas Internacionales como consecuencia de las transacciones del Balance de Pagos fue de -6.108 millones.

## SÍNTESIS EJECUTIVA

- La crisis europea, luego de superar momentáneamente la instancia de Grecia, se concentra en España, que luego de siete trimestres consecutivos de moderada expansión estaría ingresando en un nuevo receso. La previsión de déficit fiscal de 2012 fue aumentada y el programa fiscal, lanzado a fines de marzo por el gobierno, fue considerado insuficiente por los analistas. Por ello, los bonos españoles son castigados con relación a los italianos y el interrogante es si España podrá salir con sus propios recursos. Mientras tanto, el Banco Central Europeo y la Unión Europea incrementan su poder de fuego.
- La desaceleración de la economía argentina en la última parte de 2011 y primeros meses de 2012 queda evidenciada en los siguientes indicadores oficiales, entre otros: i) el PBI del tercer y cuarto trimestre creció 3,6% y 3,2%, luego de haberlo hecho 11,7% y 9,5% en los dos primeros trimestres de 2011, en todos los casos en comparación con cada uno de los trimestres inmediatamente anteriores, sin estacionalidad y en valores anualizados; ii) el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) de enero pasado disminuyó 0,4% en comparación con diciembre, también sin estacionalidad. Desde el punto de vista de los consumidores, los indicadores de expectativas económicas y de confianza del consumidor elaborados por UCA–TNS Gallup y UTDT, respectivamente, vienen descendiendo desde septiembre–octubre del año pasado.
- La reforma de la Carta Orgánica del BCRA implica: i) un sustancial aumento en el límite de utilización de Adelantos al Tesoro, que pasó de 79 a 133 miles de millones de pesos (que se elevaría a 167 miles de millones a fin de 2012, bajo la hipótesis de un aumento de 25% de la Base Monetaria y de la Recaudación); ii) mayor margen para utilizar reservas internacionales en el financiamiento del Tesoro y/o pagos de deuda pública (se estiman en 10 miles de millones de dólares los vencimientos en moneda extranjera del año 2012 entre capital e intereses); iii) un aumento del encaje real derivado de la obligación de integrar en el BCRA la exigencia legal (la medida lo elevará en una proporción cercana al encaje técnico y seguramente se financiará con una caída en el stock de Lebac y Pases pasivos).
- En conjunto, el uso combinado de las facilidades citadas en el punto anterior derivará en: i) un ratio Reservas/Importaciones de bienes y servicios más bajo que el de 2011; ii) un ratio Pasivos Financieros Amplios/Reservas más elevado que el preexistente; iii) el mantenimiento de los mecanismos de ahorro de divisas (regulaciones sobre las importaciones, restricciones en el acceso de particulares al mercado de cambios), con una tendencia no lineal hacia la profundización; iv) tensiones entre las políticas fiscal y monetaria expansivas y las presiones inflacionarias, en un contexto de menor competencia externa, que podría derivar en un mayor énfasis en el anclaje cambiario y en una pugna entre los sectores público y privado por aumentar su participación en el crecimiento del crédito.

**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](http://www.iaef.org.ar) – E-mail: [webmaster@iaef.org.ar](mailto: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 crisis, after having overcome momentarily the Greek episode, is focused on Spain that after seven consecutive quarters of moderate growth would be entering a new break. The 2012 forecast deficit was increased and analysts considered insufficient the tax program, launched in late March by the government. Therefore, Spanish bonds are punished with respect to the Italians and the question is whether Spain would be able to emerge with its own resources. Meanwhile, the European Central Bank and the European Union increase their firepower.
- The slowdown of the Argentinean economy in the latter part of 2011 and early months of 2012 has been shown by the following official indicators, among others: i) GDP in the third and fourth quarter grew 3.6% y 3.2%, after having done 11.7% and 9.5% in the first two quarters of 2011, in all cases compared with each of the immediately preceding quarters, seasonally adjusted and in annualized values, ii) The Monthly Economic Activity Estimator last January decreased 0.4% compared with December, also seasonally adjusted. From the point of view of consumers, indicators of economic expectations and consumer confidence developed by the Argentinean Catholic University–TNS Gallup and the Torcuato Di Tella University, respectively, have been falling since September-October last year.
- Reform of the law who rules the Central Bank implies: i) a substantial increase in the usage limit of Advances to the Treasury, which went from 79 to 133 billion pesos (which would rise to 167 billion at the end of 2012, under the assumption of a 25% increase of the Monetary Base and of Collection); ii) greater scope to use international reserves in financing the Treasury and y/or payment of public debt (estimated at 10 billion dollars maturity in foreign currency in 2012 between capital and interest); iii) an increase in actual lace derived from the obligation to integrate in the central Bank the legal requirement (the measure will raise the reserves at a rate close to the technical fit and probably will be funded by a drop in the stock of Lebac and repos).
- Altogether, the combined use of the facilities mentioned in the previous section will result in: i) a ratio Reserves/Imports of goods and services lower than 2011; ii) a ratio Wide Financial Liabilities/Reserves higher than the existing; iii) the maintenance of foreign exchange savings mechanisms (regulations on imports, restrictions on access of individuals to the exchange market), with a nonlinear trend towards deepening; iv) tensions between fiscal and expansive monetary policies and inflationary pressures, in a context of lower foreign competition; which could lead to a greater emphasis on the exchange rate anchor and a struggle between public and private sectors to increase their participation in credit growth.

*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 “solución griega” ha permitido ganar tiempo para producir la corrección fiscal que la economía helénica requiere;** al mismo tiempo, fue banco de pruebas para una metodología de resolución de crisis que, *mutatis mutandis*<sup>1</sup>, puede ser extrapolable según la etiología con la cual la crisis se manifieste en cada país afectado.

**Sobre el fin de marzo la atención de los analistas se concentró en Portugal y en España.** Si bien la situación de la economía lusitana es más compleja a la luz de los indicadores, por un problema de escala fue España la que concitó mayores preocupaciones.

El problema de España no solamente en su déficit cíclico, que es sobre el que se fijan las metas de la Unión Europea, sino también sobre el déficit estructural que determina la sustentabilidad de mediano plazo. El primero, el déficit cíclico, representa 5,3% del PBI en el año 2012. Sobre una estimación inicial de 4,4%, Mariano Rajoy debió elevarlo a 5,8% por el reconocimiento de déficits ocultos que estarían implícitos en el legado de la administración anterior. A su turno, la Unión Europea lo recortó a 5,3% (8,5% en 2011), con la meta de una fuerte reducción adicional en 2013. El ajuste prevé una reducción del gasto (que en 2011 equivalía a 43% del PBI) de 23,7 miles de millones de dólares, correspondiendo el resto a un aumento de impuestos, para totalizar un ajuste de 36,4 miles de millones de dólares.

**1.2. Hay fundadas dudas en muchos analistas acerca de si las medidas anunciadas por España son suficientes.** Esas dudas se refieren a los siguientes puntos: i) la decisión de seguir aplicando la actualización de las pensiones; ii) la política de mantener las remuneraciones de los empleados públicos; iii) la resistencia a elevar la alícuota del IVA. Es cierto que el blanqueo de capitales puede ayudar a expandir la economía, pero ello requiere un marco de mayor confianza. El hecho de que desde la crisis griega la prima de riesgo de Italia disminuyera más que la de España, indica que esa confianza no está disponible.

Por cierto, el carácter federal de España y la situación precaria de algunas administraciones locales hace más complejo el cuadro fiscal. La elevada desocupación (23%) y la resistencia social, forman parte del cuadro de situación. De hecho, luego de siete trimestres de módico crecimiento, las expectativas son que España ingrese a una nueva recesión. Pero, en valores acumulados, el PBI de España se encuentra 5% por debajo del correspondiente al año 2008.

En términos de competitividad, el punto es que España tiene todavía un *set* de precios relativos inconsistente con la realidad post crisis. El motor de su expansión pre crisis fue la construcción, financiada con un *mix* de deuda externa e inversión extranjera directa, que empujó los precios del sector productor de no transables, con alguna similitud con la “tablita” argentina de 1980 por el compromiso para el sector financiero. Esa alternativa ya no está disponible porque el crédito externo barato ha desaparecido y la inversión directa mengua (esto explica, dicho sea de paso, la idea del blanqueo fiscal).

---

<sup>1</sup> Cambiando lo que se deba cambiar, opuesto a *ceteris paribus* todo lo demás constante.

**Cuadro 1.1**  
**ESPAÑA – INDICADORES DE COMPETITIVIDAD EN CLAVE COMPARADA**  
 (En tasas anuales de variación)

	1993-2006	2007	2008	2009	2010	2011
<b>1. Ingreso Horario del Trabajo</b>						
España	4,3	3,7	4,8	5,0	1,4	<b>1,1</b>
Alemania	3,1	2,6	2,9	4,2	-1,5	<b>3,6</b>
Asia	7,6	5,9	5,0	0,6	0,7	<b>5,6</b>
<b>2. Productividad</b>						
España	3,6	-0,3	-2,0	2,1	6,2	<b>3,4</b>
Alemania	3,6	4,4	-4,4	-10,0	7,6	<b>2,0</b>
Asia	6,8	6,6	4,1	1,8	19,0	<b>2,1</b>
<b>3. Tipo de cambio real (2005=100)</b>		108,7	113,5	110,3	109,0	

NOTA: línea 3. en este caso, valores mayores indican apreciación.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Fondo Monetario Internacional.

En otras condiciones fiscales, un aumento de gasto público acolchonaría el cambio de precios relativos. Ahora, sin embargo, la condición fiscal impide hacerlo. Por el momento, el gobierno español procura aislar ambos efectos.

El cambio de precios relativos implica más divisas generadas por turismo y menos gasto en construcción y asistencia a las jurisdicciones locales. Sin embargo, no es tiempo de negociaciones o facilismos: daría la impresión –y a eso apuntan los mercados y analistas– que esta es solo una primera vuelta.

- 1.3.** En Estados Unidos, las incipientes señales de recuperación tienden a consolidarse, aunque el resultado de las Cuentas Nacionales generó algunas dudas. En particular, preocupa la elevada tasa de desempleo, que baja muy suavemente desde los picos previos.

El punto clave a considerar es el mismo que en España: la estructura de precios relativos que alentó la explosión inmobiliaria se hundió con la crisis de 2008. El crecimiento potencial, con una mayor contribución de las exportaciones, alentado por un tipo de cambio competitivo que se prolonga en los meses, está en el corazón de una sana expansión.

**Los ejes de una recuperación sostenida deberían ser cuatro: i) exportaciones de bienes y servicios (turismo, alentado por la percepción de un Estados Unidos “barato” para el mundo emergente); ii) inversiones de capital (combinación de crecimiento de productividad y costo de capital bajo en términos históricos), alentadas por una buena rentabilidad que la dinámica de las acciones anticipa; iii) una demanda acumulada algo reprimida; iv) cierto clima más optimista hacia el futuro.**

- 1.4.** En el mundo emergente, China está en una transición desde un estadio de doble superávit, con moneda revaluándose, a otro de mayor estabilidad. De hecho, el superávit de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos bajó de 10,2% a 2,8% del PBI entre los años 2007 a 2011. El consenso de los analistas espera una revaluación del yuan de solamente 5% frente al dólar para el año en curso.

**De todas maneras, esa tendencia a la estabilización no ha sido gratuita. El crecimiento de China en 2012, estimado en 8,4%, será el más bajo de una década.** Y ello se produce en coincidencia con cambios políticos de significación en la estructura política de China: el triunfo de un líder renovador que debe buscar apoyo en los conservadores moderados, en un contexto de derrota del sector más radicalizado del área conservadora.

- 1.5.** Los datos sobre la evolución de la economía argentina, en el primer trimestre de 2012, arrojan información que permite hacer una primera evaluación de la política económica para el corriente año y analizar las posibles causas y presuntos efectos de medidas adoptadas.

**La desaceleración de la actividad económica tiende a quedar confirmada. En rigor, luego de crecer 2,8% y 2,3% en los dos primeros trimestres del año respecto del trimestre inmediato anterior, en el tercer y cuarto trimestre creció solo 0,9% y 0,8% respectivamente. En otros términos, se pasó de un ritmo de crecimiento anualizado del 10%–11% a otro que ronda el 3,4% (véase el Cuadro 2.3).**

Los anticipos de enero del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), -0,4% sobre diciembre y 5,5% interanual, reflejan que no se recuperan aún valores elevados. En la misma línea, la producción industrial mantuvo un bajo crecimiento interanual en el primer bimestre, 2,4% según INDEC y 0,9% de acuerdo con FIEL (véase el Cuadro 2.1). La actividad de la construcción disminuyó 0,5% en febrero en términos interanuales y muestra una variación de -6,5% en febrero versus enero, sin estacionalidad (véase el Anexo Estadístico, Cuadro II).

**En otros términos, la desaceleración está presente en la mayoría de los sectores productores de bienes, a la vez que el clima de la demanda también exhibe ciertas señales de deterioro (véase la sección 2.2).**

- 1.6.** La desaceleración se produce, debe insistirse, cuando la economía argentina ha alcanzado una elevada utilización de sus recursos productivos, como lo indican diversos indicadores, tanto el uso de la capacidad instalada como la tasa de desocupación de mano de obra (INDEC).

Ello también resulta consistente con diversas tensiones que el ciclo económico produce en este alto estadio de utilización de la capacidad instalada, fundamentalmente en términos del aumento de importaciones y presiones inflacionarias.

En la desaceleración ha cumplido un rol no menor el impacto de condiciones climatológicas adversas sobre el sector agrícola, como lo indican las Cuentas Nacionales en el Cuadro 2.2.

Finalmente, es un fenómeno no exclusivo de la Argentina: en Latinoamérica tomada como conjunto, que creció 2,4% en el cuarto trimestre de 2011 (Brasil 1,3%) respecto del tercero a ritmo anual. En el tercer trimestre y en relación al segundo el crecimiento de la región en su conjunto fue de solamente 3,1% (Brasil 2,8%), para cerrar un 2011 creciendo 4,3% (6% en el 2010, con Brasil avanzando 7,5%).

- 1.7. Obviamente, una economía que desacelera en un contexto de amplio desempleo de recursos (el caso de la Unión Europea en estos días), requiere un tratamiento diferente que otra que desacelera cerca de la plena utilización de sus recursos (como la Argentina). La paradoja es que tanto en la Unión Europea –donde la desaceleración es en muchos casos recesión– como en la Argentina, el espacio para una política fiscal anticíclica es bajo.

En el caso de la Argentina, el déficit fiscal del Estado Nacional en el año 2011 alcanzó a 30,7 miles de millones de pesos (superávit de 3,1 miles de millones en el año 2010), que se eleva a 54,3 miles de millones si se excluyen ingresos extraordinarios por utilidades del BCRA (déficit de 30,1 miles de millones en el año 2010). **En otros términos, pese a un año macroeconómicamente favorable, en que el PBI creció 8,8% en términos reales, el déficit fiscal aumentó, independientemente de como se lo mida.** El resultado primario también se deterioró en forma significativa (véase la sección 4).

La explicación del deterioro radica en el crecimiento del gasto público: 32% lo hizo el gasto primario del gobierno nacional en 2011 (33,7% en 2010); los gobiernos subnacionales, a su turno, expandieron el gasto al punto de enfrentar en su mayoría elevados desequilibrios, que financian con ayuda del gobierno nacional o colocación de deuda.

- 1.8. El desequilibrio fiscal se mantuvo en el primer bimestre de 2012. De hecho, el gasto primario mantiene el ritmo de crecimiento de 32,3% interanual.

**Cuadro 1.2**  
**LA SITUACIÓN FISCAL EN EL PRIMER BIMESTRE**  
(En miles de millones de pesos)

	Primer bimestre		Anual	
	2012	2011	2012	2011
1. Ingresos Totales	76,7	60,6	556,0	434,8
1.1. Normales	76,3	59,6	528,0	411,2
1.2. Extraordinarios	0,4	1,0	28,0	23,6
2. Gasto Primario	75,4	57,0	550,0	430,0
3. Resultado Primario	1,3	3,6	6,0	4,9
4. Resultado Primario Corregido	0,9	2,6	-22,0	-18,7
5. Intereses	4,0	2,6	40,0	35,6
6. Resultado Financiero	-2,7	1,0	-34,0	-30,7
7. Resultado Financiero Corregido	-3,1	0,0	-62,0	-54,3

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de la Secretaría de Hacienda.

El deterioro adicional también queda en evidencia considerando la caída del resultado primario y del resultado financiero, de nuevo independientemente de cómo se lo mida.

En el Informe Mensual número 265 de marzo pasado se analizaron extensamente las posibilidades que ofrecía y los riesgos que implicaba la estrategia de reducción de subsidios económicos (75,0 miles de millones en el año 2011). Información preliminar del primer bimestre indica que el gasto devengado en subsidios económicos fue de 6,8–7,0 miles de millones de pesos, con un aumento interanual del 24%, inferior al aumento del gasto público global de caja pero todavía sustantivo.

- 1.9.** La percepción de la dificultad de articular la reducción de subsidios con el mantenimiento de la actividad, podría haber derivado en la búsqueda de alternativas de financiamiento. Ello podría ser el ángulo fiscal de la reforma de la Carta Orgánica del BCRA.

En ese sentido, debe tenerse en cuenta que las necesidades de financiamiento globales del año, considerando el déficit, amortización de deuda pública y apoyo a provincias, ronda los 75–80 miles de millones de pesos; si se excluyen de los recursos los ingresos del Tesoro por utilidades del BCRA y ANSES, las necesidades suben a 105–115 miles de millones. Los pagos en moneda extranjera (capital e intereses) rondan los 10–11 miles de millones de dólares.

Para resolver en parte la necesidad de pesos, la reforma –en su versión corregida por el Parlamento, no tanto en la versión original– prevé una ampliación del margen autorizado para el otorgamiento de Adelantos al Tesoro. La Carta Orgánica previa establecía 10% de la recaudación y 12% de la Base Monetaria; la modificación eleva al 20% el primero de los dos límites mencionados.

**Cuadro 1.3**  
**UTILIZACIÓN DE ADELANTOS AL TESORO**  
(En miles de millones de pesos)

	Adelantos Transitorios	Reservas BCRA (USD)	Pasivos Financieros	Resultado Fiscal
2005	16,0	28,1	87,6	8,1
2006	18,0	32,0	122,5	7,6
2007	21,3	46,0	151,5	4,4
2008	21,5	46,4	158,0	5,8
2009	36,6	47,0	174,0	-33,0
2010	46,2	52,1	248,6	-30,0
2011	67,1	46,4	292,0	-55,0

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Ministerio de Economía y del BCRA.

**El Cuadro 1.3 ilustra como el uso de los Adelantos al Tesoro fue creciendo con el correr de los años a la par del aumento del déficit fiscal**, particularmente desde el año 2008, a un ritmo de cerca del 50% anual y en consonancia con el aumento de los Pasivos Financieros del BCRA; las reservas internacionales del BCRA habían dejado de crecer ya un año antes, a fines de 2007.

- 1.10.** La reforma amplifica notablemente la capacidad de asistencia del BCRA al Tesoro. La capacidad en 2011 está estimada en 79,0 miles de millones, con el uso de 67,1 miles de millones señalado en el Cuadro 1.3. Asumiendo que los nuevos límites se aplicaran a los valores de recaudación y a la Base Monetaria de 2011 (en el segundo caso a diciembre), el valor autorizado sería 133,0 miles de millones. Si se aplica para el año 2012 un crecimiento nominal en ambas variables del 25%, el valor autorizado sería 166,5 miles de millones. En el Cuadro 1.4 se presentan los correspondientes datos.

**Cuadro 1.4**  
**EFFECTO DE LA AMPLIACIÓN EN LOS LÍMITES DE ADELANTOS AL TESORO**

	Antes de la modificación	Luego de la modificación	Diferencia
1. Límites (en %)			
De Recaudación	10%	20%	+10 puntos
De Base Monetaria	12%	12%	-----
2. Límites en miles de millones – Dic. 2011			
De Recaudación	54,0	108,0	54,0
De Base Monetaria	25,0	25,0	-----
<b>TOTAL</b>	<b>79,0</b>	<b>133,0</b>	<b>54,0</b>
3. Límites en miles de millones – Dic. 2012 (1)			
Recaudación		<b>135,0</b>	
Base		<b>31,5</b>	
<b>TOTAL</b>		<b>166,5</b>	

(1) Bajo la hipótesis de un aumento nominal de 25% en recaudación y Base Monetaria.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del BCRA.

**En síntesis, bajo supuestos razonables de crecimiento de la recaudación y de la Base Monetaria, dado el contexto previsto para el año 2012, la capacidad de financiamiento al Tesoro vía Adelantos aumentaría en el entorno de 90,0 miles de millones de pesos, de 79,0 a 166,5 miles de millones de pesos, casi 100,0 miles de millones por encima de su uso actual.** Sobre el efecto monetario de esta expansión se vuelve más adelante. Así es, *prima facie*, el financiamiento adicional disponible derivado de la reforma para el año 2012.

**1.11.** La segunda faceta relevante de la reforma de la Carta Orgánica del BCRA es la mayor libertad para el uso de las reservas, cuyo nivel adecuado pasará a estar determinado por el Directorio del ente rector monetario en cada momento. Se ha desechado así la alternativa de vincularlo a un indicador, ya sea monetario (un porcentaje determinado del circulante en poder del público, como ocurrió en la segunda mitad del siglo XX excepto en la década del 90 en que debía cubrir el 100% de la Base Monetaria) o de otro tipo, como el nivel de las importaciones, el PBI, etc.

En general, se utilizan dos o tres tipos de criterios para establecer el nivel deseable de reservas:

- a) En vinculación con determinados indicadores monetarios, como los señalados más arriba, se utilizaron tradicionalmente en la Argentina.
- b) Una vinculación con el nivel de importaciones de bienes y servicios reales (una cierta cantidad de meses cubiertos).
- c) Una combinación entre b) y los vencimientos financieros que demandan uso de divisas (pago de intereses y amortización de deuda) en el plazo de un año.

**1.12.** El siguiente cuadro ilustra la experiencia internacional respecto de la relación Reservas/Importaciones.

**Cuadro 1.5**  
**RATIO RESERVAS/IMPORTACIONES**  
**de bienes y servicios reales**  
**Comparación internacional**

	2003	2006	2009	2011
1. Emergentes	59,6	75,5	109,1	100,1
1.1. Asia	74,4	89,5	145,0	130,3
1.1.1. China	91,1	125,4	217,2	188,4
1.1.2. sin China	44,9	42,6	60,6	58,2
1.2. Latinoamérica	47,1	44,8	70,4	63,4
1.2.1. Brasil	76,8	70,7	135,9	120,3
1.3. Euro del Este	38,4	37,8	49,6	42,0
2. Productores Bienes Primarios	56,7	46,0	63,4	59,7
<b>3. Argentina</b>	<b>75,0</b>	<b>75,6</b>	<b>97,0</b>	<b>55,0</b>

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del FMI, Panorama de la Economía Mundial.

El cuadro muestra lo siguiente:

- a) Una tendencia creciente en el tiempo en el coeficiente Reservas/Importaciones de bienes y servicios reales para el conjunto de economías emergentes, para Latinoamérica en promedio, para Asia excluido China, etc., aunque con una moderada baja entre 2009 y 2011; de todas maneras, el coeficiente de 2011 es mucho mayor que el de los años 2003 y 2006.
- b) En la Argentina una fuerte caída en el último bienio, al punto que el coeficiente es mucho más bajo que el de los años 2003 y 2006 e inferior al de las otras regiones, excepto Europa del Este.**

**1.13.** En términos generales, mantener un elevado nivel de reservas en el contexto de modelos de tipo de cambio flotante resulta una paradoja; sin embargo, los países que adhieren a la flotación, cuando se trata de economías pequeñas y sujetas a eventuales shocks externos e internos desfavorables, prefieren mantener porcentajes elevados de reservas a fin de neutralizar dichos shocks, por el temor del impacto negativo de éstos sobre: i) el nivel general de precios (en el caso de una devaluación abrupta en condiciones que supongan un elevado y rápido *pass through* [traslado de la devaluación a precios]) y ii) la actividad económica (en el caso de una interrupción del acceso al financiamiento externo que amenace un receso).

**1.14.** Un ejemplo de este papel mitigador de shocks sería el uso de reservas para mantener el poder de compra externa, que fue desarrollado en el Informe 265 de marzo pasado (punto 1.10. y Cuadro 1.4 del mismo).

Ajustando las hipótesis utilizadas en esa ocasión, en el sentido de mejoras en la proyección de precios internacionales, se presenta el Cuadro 1.6.

**Cuadro 1.6**  
**LA RESTRICCIÓN EXTERNA**  
**Capacidad de compra externa**  
(En miles de millones de dólares)

	<b>2011</b>	<b>2012</b>
1. Exportaciones Bienes (USD corrientes)	84,3	80,0
2. Exportaciones (USD constantes)	84,3	80,0
3. Saldo Servicios Reales	-2,2	-1,5
4. Saldo de Rentas	-10,9	-11,5
5. Transferencias	-0,5	-0,6
6. Saldo Cuenta Capital	-6,1	-3,5
7. Δ Reservas	-6,1	0
8. Importaciones Bienes (USD corrientes)	70,7	<b>62,9</b>
9. Importaciones (USD constantes)	70,0	<b>62,9</b>

Supuestos: cantidades -5%; Cuenta Capital -3,5; variación de reservas igual a cero.

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

**El Cuadro 1.6 ilustra que bajo hipótesis de un moderado saldo negativo en la Cuenta Capital (3,5 miles de millones de dólares) y sin usar reservas, la capacidad de compra externa –dólares disponibles para importar– sería de 62,9 miles de millones de dólares, con una caída de 10% nominal respecto de 2011.**

**Inversamente, mantener constante el nivel de importaciones en 70,0 miles de millones, obligaría, *ceteris paribus*, a utilizar unos 7,8 miles de millones de dólares de reservas. Ello implica que éstas descenderían al entorno de 40,0 miles de millones de dólares hacia diciembre de 2012 y supondría un coeficiente Reservas/Importaciones de bienes y servicios reales de 45,7%.**

**1.15.** Puede argumentarse que hay excesivo pesimismo en la hipótesis asumida de salida de capitales (en base devengada) considerando algunas medidas ya adoptadas, como la prohibición de distribución de utilidades en distintos tipos de empresas, obligación de capitalización, restricciones en el acceso al mercado de cambios de particulares, etc., que implican una suerte de ingreso de capitales.

Debe tenerse en cuenta, sin embargo, los pagos que debe realizar el sector público por amortización de deuda, alrededor de 5,5–6,0 miles de millones de dólares (el resto de los 10–11 miles de millones de dólares mencionados en 1,9 corresponde a pago de intereses). Además, es previsible un bajo nivel de ingreso por inversión directa fresca, diferente de la capitalización de utilidades, y un menor financiamiento comercial.

**1.16.** En resumen, las dos novedades que introduce la reforma a la Carta Orgánica del BCRA y que hasta aquí se han considerado, ampliación en el uso de Adelantos al Tesoro y política de reservas, tienen varias intersecciones y puntos en común y que se vinculan con el plano monetario.

**Cuadro 1.7**  
**BASE MONETARIA Y RESERVAS**  
(En miles de millones de pesos)

	2012	2011		Δ %	
	Marzo	Diciembre	Marzo	Marzo/Marzo	Marzo/Dic. (1)
1. Base Monetaria	218,5	210,1	164,4	32,9	17,0
2. Pases+Lebac	103,0	78,0	95,7	7,6	204,1
3. Reservas (USD)	47,0	46,0	52,3	-10,1	9,0
4. Tipo de Cambio	4,35	4,29	4,04	7,7	5,7
5. Pasivos Financieros	321,5	288,1	260,1	23,6	55,1
6. Pasivos/Reservas	<b>6,84</b>	<b>6,26</b>	<b>4,97</b>		
7. Base Monetaria (USD)	50,2	49,0	40,7	23,3	10,2
8. Reservas libre disponibil.	-3,2	-3,0	11,6		

(1) A ritmo anual.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del BCRA.

El cuadro 1.7 actualiza a marzo una historia conocida: i) el elevado aumento de la Base Monetaria durante el año 2011 (32,9%), que se morigera pero por razones estacionales en el primer trimestre de 2012; ii) el muy elevado crecimiento de los Pasivos Financieros Amplios en el primer trimestre (55% a ritmo anual); **iii) el aumento del coeficiente Pasivos Financieros/Reservas; iv) la dilución de las reservas de libre disponibilidad (11,6 miles de millones de dólares en marzo 2011 versus -3,2 miles de millones en marzo 2012.**

**1.17.** En el punto 1.10 se señaló que la reforma a la Carta Orgánica del BCRA elevaba el margen de uso de Adelantos en 90–100 miles de millones de pesos. En el punto 1.9 se argumentó que las necesidades de financiamiento del gobierno rondarán unos 105–115 miles de millones si se excluyen transferencias del ANSES y del BCRA y 75–80 miles de millones incluyendo éstas. Y ya se estableció que la necesidad de dólares para pago de servicio de intereses y servicio de amortizaciones de deuda pública asciende a 4,5–5,0 y 5,5–6,0 miles de millones respectivamente, en total 10–11 miles de millones de dólares.

Dado que el resultado primario proyectado para 2012 (*véase el Cuadro 1.2*) es de apenas 6,0 miles de millones (1,3 miles de millones de dólares para simplificar), el Tesoro nacional no solo necesitará utilizar reservas por los 10,0–11,0 miles de millones de dólares menos el *roll over* que le permita renovación de deuda. Asumiendo que se renueva la mitad de los vencimientos de capital en poder de inversores institucionales), la “caja de dólares” del Tesoro demandaría, como mínimo, unos 8,0 miles de millones de dólares (5,0 para intereses y el 50% de los 6,0 de capital). Ello obligaría, dado que el resultado primario citado equivale a 1,3 miles de millones de dólares, la cesión de Adelantos por 6,7 miles de millones de dólares, alrededor de 30,0 miles de millones de pesos solo para cubrir la caja en dólares.

Al mismo tiempo, el pago de intereses de deuda en pesos demanda en 2012 unos 20,0 miles de millones de pesos, la amortización de deuda en pesos un monto similar (de la cual podría renovarse un 50%) y apoyo a las provincias por 15,0 miles de millones. Ello arroja para la caja en pesos del Tesoro una necesidad de 45–50 miles de millones de pesos. **Asumiendo que un 60% de este monto se cubre con Adelantos Transitorios, es decir 30 miles de millones, el uso total de Adelantos en 2012 incremental sobre 2011 rondará los 60,0 miles de millones de dólares, de los cuales la mitad tendrá efecto monetario y la otra mitad implicará uso de reservas, según lo señalado en el final del párrafo anterior.**

- 1.18.** Las dos fuerzas, uso de reservas y aumento de Adelantos operan entonces como una suerte de pinza sobre el Activo del BCRA cuya calidad empeorará, con un aumento en la participación de Adelantos a expensas de Activos Externos, a la vez que aumenta el pasivo (la Base Monetaria o en el mejor de los casos los Pasivos Financieros Amplios).

Una política monetaria que convalida una política fiscal expansiva usualmente provoca tensiones hacia el alza en los precios. A la vez, paradójicamente, para una tasa de inflación deseada (en términos de que no implique una aceleración), desplaza y reduce el margen de expansión para el crédito privado en una suerte de *crowding out*.

**La administración de las importaciones, como mecanismo de ahorro de divisas, al reducir la moderación que introduce la competencia externa quita un factor de estabilización automático, que mitiga el impacto del exceso de demanda (o la falta de oferta) en los precios. De la misma manera, regulaciones que limitan el acceso al mercado de cambios, quitan un factor de estabilización automático que mitiga el impacto del exceso no deseado de moneda local en los portafolios de los residentes (ese exceso probablemente se traslada a bienes en momentos en que la oferta aparece acotada).**

En ese contexto, el rol del tipo de cambio como ancla está limitado por el nivel real del mismo que muestra una gradual apreciación de la moneda local (*véase el Anexo Estadístico Cuadro VII*).

- 1.19.** Un último aspecto de la reforma a considerar, por su impacto en la actividad económica, es el de la obligación de constituir la exigencia legal de encajes en el BCRA. Debe recordarse que los bancos podían incluir en la integración del encaje la caja técnica que mantienen en su poder y el dinero en tránsito.

Como referencia, en marzo los depósitos de los bancos en el BCRA rondaban los 47,0 miles de millones de pesos y mantenían una caja técnica de 21,0 miles de millones (lo que da una suma de 68,0 miles de millones de pesos). A su vez, la exigencia legal de encaje sobre depósitos vista, en caja de ahorro y otros (205 miles de millones de pesos en conjunto) es de 19%, en tanto sobre plazo fijo (210 miles de millones) en promedio rondaría el 14%; ello sugiere una exigencia legal también de unos 68,0 miles de millones de pesos, en otros términos, a nivel promedio del sistema, se cumpliría la exigencia.

No se trata de una mera cuestión técnica. En la medida que los bancos deban cumplir la norma y constituir todo su encaje legal en el BCRA y no dispongan en ese momento de encajes excedentes, deberán buscar formas alternativas de liquidez. El camino seguramente sería reducir el stock de pases pasivos (21,3 miles de millones de pesos al concluir la cuarta semana de marzo) o de Lebac y Nobac (84,1 miles de millones de pesos a la fecha indicada).

Claro que esta alternativa representa para los bancos un lucro cesante (el rendimiento de esos activos) que probablemente trasladen al *spread* entre la tasa activa y la pasiva.

De esta manera, si bien el encaje medio de la economía sube luego de la medida, habría un incremento de la Base Monetaria (manteniéndose invariados los Pasivos Financieros Amplios) por el aporte de la caída del stock de Pases, que evitaría una caída de  $M_3$  y evitaría un *credit crunch* (reducción del crédito disponible).

Sin embargo, este análisis es válido para el sistema en su conjunto y puede diferir de entidad en entidad. Las entidades públicas y las privadas “sucursaleras”, que son las que tiene encajes técnicos más elevados por su mayor peso en la administración del sistema de pagos y en el efectivo, se verían más perjudicadas. Sobre el cierre de este Informe Mensual, el BCRA dispuso una prórroga para la aplicación de la medida, pero la cuestión queda pendiente.

## 2. NIVEL DE ACTIVIDAD

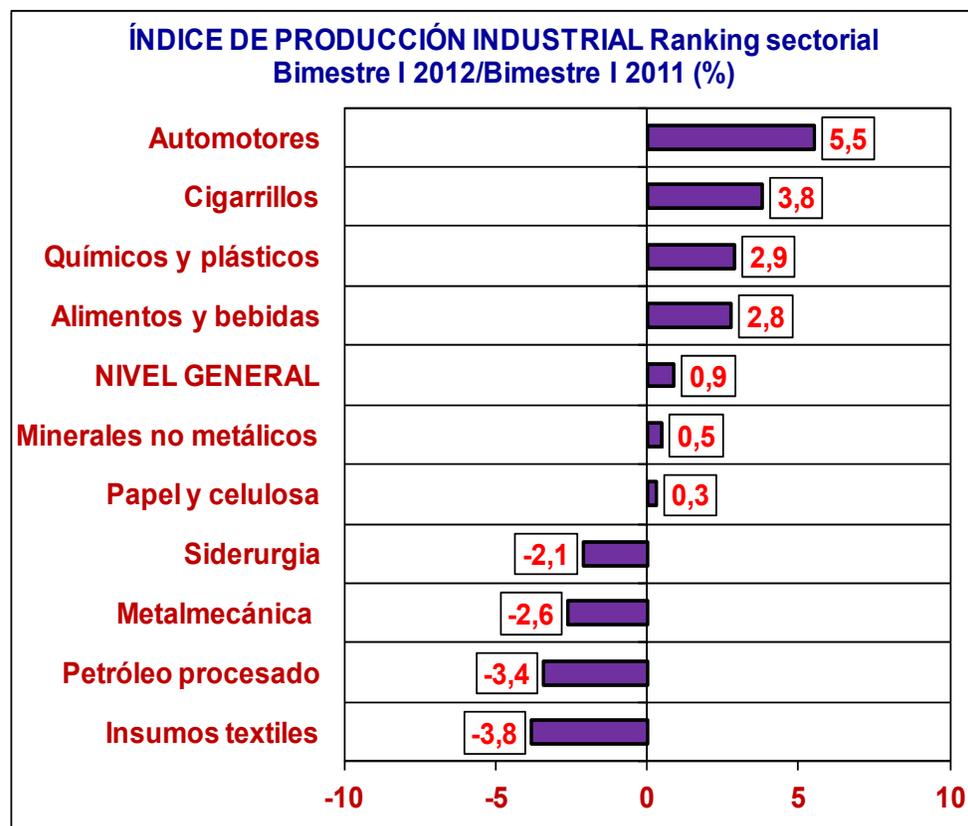
2.1. El cuadro adjunto incluye los datos correspondientes a los índices de producción industrial correspondientes al primer bimestre del año, elaborados por INDEC y por FIEL.

**Cuadro 2.1**  
**ÍNDICES PRODUCCIÓN INDUSTRIAL – INDEC y FIEL**  
(Tasas de variación %)

Con estacionalidad	INDEC	FIEL
Febrero 2012/Febrero 2011	2,7	2,2
Enero 2012/Enero 2012	2,1	-0,4
<b>Bimestre I 2012/Bimestre I 2011</b>	<b>2,4</b>	<b>0,9</b>
Año 2011/Año 2010	6,5	4,2

FUENTE: elaborado sobre la base datos de INDEC (23-03-2011) y FIEL (21-03-2011).

Dados los cambios de parada de planta en uno y otro año, se recomienda utilizar los datos correspondientes al primer bimestre en su conjunto.



FUENTE: elaborado sobre la base de datos de FIEL.

Si bien Automotores continúa encabezando el ranking, puede apreciarse que se ha recortado la gran diferencia que existía el año pasado con los restantes. Cuatro sectores superan el Nivel General, dos están debajo pero en el tramo positivo y los cuatro restantes presentan porcentajes negativos. Entre ellos figura Siderurgia, por el efecto negativo de Aluminio con una baja del 18%, debido a la inundación que afectó las cubas de producción que están siendo activadas progresivamente.

Debe advertirse que dentro de algunos de estos rubros pueden presentarse diferencias significativas en sus diferentes sectores, entre ellos los siguientes, indicándose solamente los valores extremos:

**Automotores 5,5%:** Automóviles y utilitarios, 9,1%; Transporte de carga y pasajeros, -42,1%.  
**Químicos y plásticos 2,9%:** Químicos básicos, 14,1%; Pinturas, -8,3%.  
**Alimentos y bebidas 2,8%:** Alimentos, 5,5%; Bebidas, -3,7%.  
**Siderurgia -2,1%:** Hierro primario, 8,6%; Aluminio, -18,0%.

**2.2. Desde el punto de vista de los consumidores, el Índice General de Expectativas Económicas (IGEE) difundido por UCA-TNS Gallup, relevado entre el 16 y el 27 de febrero, continuó retrocediendo desde el máximo relativo de octubre pasado.**

En la comparación de febrero versus enero último, el IGEE disminuyó 5,3% y los subíndices lo hicieron del siguiente modo: Situación económica actual, 5,4%; Situación económica futura, 3,5%; Compra de bienes durables, 6,8%.

Por su parte, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC), elaborado por el Centro de Investigación en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella, relevado entre el 2 y el 9 de marzo, bajó 4,6% en dicho mes respecto de febrero, también siguiendo la baja desde el pico de septiembre de 2011.

En la desagregación regional del índice se destacan los descensos de 6,6% en Gran Buenos Aires, 2,7% en Interior y 0,5% en Capital Federal. Los subíndices Situación personal, Expectativas macroeconómicas y Durables e inmuebles disminuyeron 5,7%, 5,5% y 2,2%, respectivamente. Tanto los sectores de mayor poder adquisitivo como los de menores recursos son menos optimistas respecto de las condiciones presentes.

En el Informe Mensual anterior, N° 265, secciones 2.3. y 2.4., páginas 15 y 16, se describe la metodología básica del IGEE y del ICC.

**2.3. El cuadro de la página siguiente incluye las variaciones interanuales de los principales rubros del Sistema de Cuentas Nacionales en 2010–2011.**

**En 2011 el PBI creció 8,9% con respecto a igual período del año anterior, con un cuarto trimestre en desaceleración (7,3%), luego de los tres primeros trimestres superando el 9,0%.**

**Cuadro 2.2**  
**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	IV 10	2010	I 11	II 11	III 11	IV 11	2011
<b>Productores de Bienes</b>	<b>9,4</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>6,7</b>	<b>7,7</b>	<b>5,1</b>	<b>7,4</b>
Agricultura, ganadería, pesca, etc.	10,7	28,5	11,7	-5,5	-3,3	-6,6	-2,4
Industria manufacturera	10,4	9,8	13,0	13,7	10,8	7,0	<b>11,0</b>
Construcción	10,2	5,2	8,8	10,8	10,5	6,6	9,1
<b>Productores de Servicios</b>	<b>8,0</b>	<b>7,6</b>	<b>8,7</b>	<b>9,7</b>	<b>9,8</b>	<b>8,4</b>	<b>9,1</b>
Comercio mayor., min., reparaciones	15,9	13,1	15,1	17,3	16,1	10,4	<b>14,7</b>
Transporte, almac. y comunicaciones	10,4	10,6	10,4	9,9	9,4	7,8	9,3
Intermediación financiera	12,9	8,8	14,6	18,3	26,8	25,1	<b>21,2</b>
Menos SIFMI (1)	8,5	-0,3	17,9	28,4	35,3	35,2	<b>29,2</b>
<b>PBI a precios de mercado</b>	<b>9,2</b>	<b>9,2</b>	<b>9,9</b>	<b>9,1</b>	<b>9,3</b>	<b>7,3</b>	<b>8,9</b>
PBI miles millones pesos	442,2	422,1	419,0	480,0	464,9	474,4	459,6
Importaciones de bienes y servicios	32,7	34,0	20,4	24,9	17,7	9,8	<b>17,8</b>
Oferta y Demanda globales (2)	11,8	11,7	11,2	10,9	10,4	7,6	10,0
Consumo privado	11,5	9,0	11,3	11,5	11,1	8,8	10,7
Consumo público	7,7	9,4	9,9	11,9	10,3	11,3	10,9
Inversión Bruta Interna Fija (IBIF)	24,7	21,2	19,5	23,8	16,5	8,0	<b>16,6</b>
Absorción interna	13,8	11,6	12,8	14,4	12,3	8,9	12,0
Exportación de bienes y servicios	7,4	14,6	7,1	0,5	3,4	7,1	4,3

PBI [Producción de Bienes + Servicios] = Consumo [Privado + Público] + Inversión + Expo – Impo ∴  
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, además de los conceptos de Consumo, Inversión y Exportaciones, se incluye el rubro Discrepancia estadística y Variación de existencias. Se desagrega en Variación de existencias de productos agropecuarios y en Discrepancia estadística (que incluye variación de existencia de productos no agropecuarios). En 2011, por ejemplo, los valores son 101 millones y -2.938 millones, respectivamente.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, *Informe de avance del nivel de actividad* (26-03-2012).

Desde el punto de vista de la oferta, los sectores productores de Bienes crecieron 7,4% (5,1% en el cuarto trimestre). Se destacaron Industria manufacturera, con 11,0%, y Construcción, con 9,1%; en el referido trimestre 7,0% y 6,6%, en cada caso.

Los sectores productores de Servicios se incrementaron 9,1% (8,4% en el trimestre). Comercio mayorista–minorista y reparaciones, creció 14,7% en el año y 10,4% en el trimestre.

**El rubro Intermediación financiera registró un avance de 21,2%**, en tanto que Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente que recaen sobre las actividades productivas no financieras (SIFMI) lo hizo 29,2%.

A la inversa de los casos anteriores, las variaciones en el último trimestre fueron mayores que en el año (25,1% y 35,2%, respectivamente).

Se reitera la nota metodológica de los Informes Mensuales 260 y 263, basada en *Fuentes de información y métodos de estimación* del Sistema de Cuentas Nacionales Argentina año base 1993 (Ministerio de Economía, 1999).

El saldo de los depósitos en pesos constantes se calcula vía deflación de los valores corrientes, con un índice combinado (50% y 50%) del IPC y del índice de precios mayoristas. Dado el incremento de la demanda transaccional de dinero, **podría plantearse la hipótesis de que estaría siendo sobrestimado el PBI a precios constantes correspondiente a Intermediación financiera.**

Esto sería aplicable a los sectores que no calculan el Producto a precios constantes de manera independiente, sino que se parte del PBI a precios corrientes que se deflactan por índices de precios.

Por otra parte, las importaciones de bienes y servicios aumentaron 17,8% a nivel anual y 9,8% en el cuarto trimestre, también en descenso luego del primer semestre arriba del 20%.

- 2.4.** El PBI a precios constantes llegó en 2011 a 459,6 miles de millones de pesos, frente a 1.842,0 miles de millones a precios corrientes, con un aumento de 27,7%. Al dividirlo por el 8,9% del primero **se llega a un incremento de 17,3% en el Índice de precios implícitos en el Producto**, indicador aproximado de la evolución de los precios de la economía.

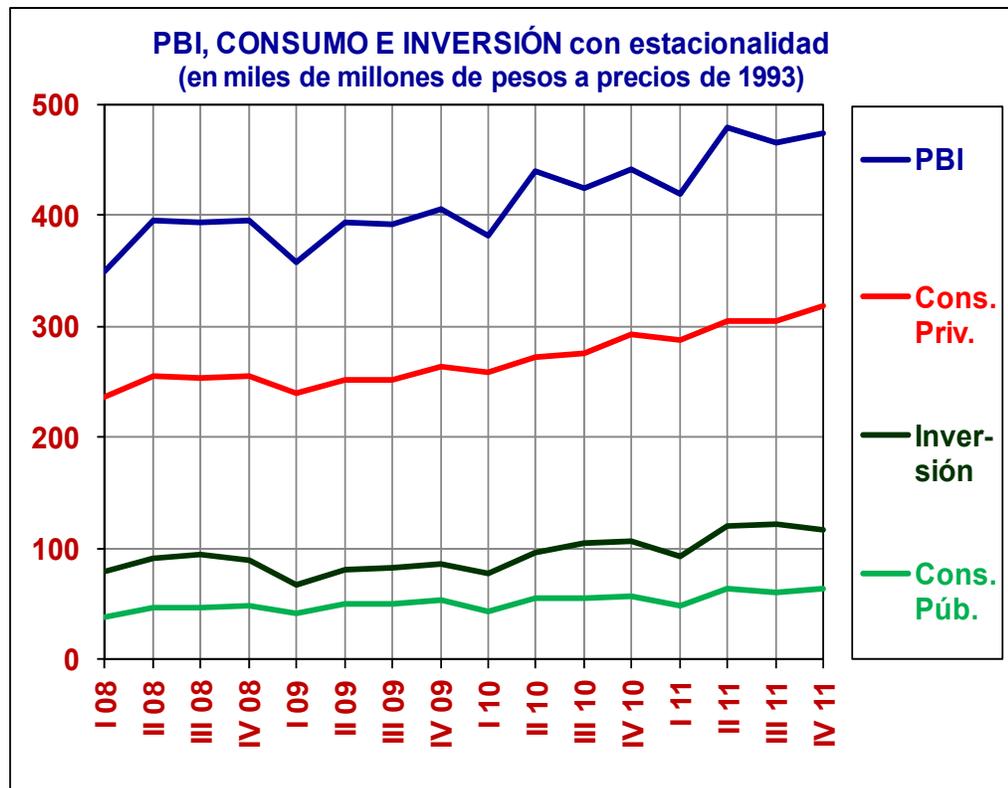
En dicho índice los sectores productores de Bienes subieron 20,0%, más que los de Servicios (15,6%). **Ello se debe al fuerte aumento de 38,9% en los precios implícitos del sector agrícola**, como también el 25,1% en el sector Explotación de minas y canteras.

- 2.5.** Por otra parte, desde el enfoque de la demanda, el Consumo creció más que el Producto, tanto el privado como el público (privado 10,7% y público 10,9%).

La Inversión bruta interna fija (IBIF) aumentó 16,6%, con el cuarto trimestre al 8,0%. **El gráfico de la página siguiente, en valores absolutos, permite visualizar el mayor impacto de la desaceleración en esta variable.** La desagregación en Construcciones y en Equipo durable de producción marca para 2011 aumentos de 8,3% y 26,2%, en cada caso; para el cuarto trimestre los correspondientes porcentajes son 5,4% y 11,1%.

**La relación IBIF/PBI en 2011 fue de 24,5% a precios constantes de 1993 y 22,6% a precios corrientes, en este segundo caso reflejando la actual estructura de la economía.**

Por último, las exportaciones de bienes y servicios a precios constantes, es decir, en volúmenes físicos, aumentaron 4,3% el año pasado, reflejando el impacto del 0,5% en el segundo trimestre.



FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, *Informe de avance del nivel de actividad* (26-03-2012).

2.6. El cuadro adjunto incluye las variaciones del PBI en comparación con el trimestre inmediato anterior, sin estacionalidad.

Cuadro 2.3  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO**  
(Variaciones porcentuales en comparación con el trimestre anterior)

	Sin estacionalidad	Valores anualizados
<b>2010</b>		
Trimestre I	3,2	13,4
Trimestre II	2,3	9,5
Trimestre III	1,1	4,5
Trimestre IV	3,0	12,6
<b>2011</b>		
Trimestre I	2,8	11,7
Trimestre II	2,3	9,5
Trimestre III	<b>0,9</b>	<b>3,6</b>
Trimestre IV	<b>0,8</b>	<b>3,2</b>

FUENTE: ídem anterior.

Queda de relieve la desaceleración en el segundo semestre, con tasas anualizadas de 3,6%–3,2%.

**2.7. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) creció 5,5% en enero del corriente año en comparación con igual mes de 2011 y, sin estacionalidad, se redujo 0,4% respecto de diciembre pasado, de acuerdo con este indicador anticipado del PBI.**

Según el indicador, la desagregación mensual del referido crecimiento de 7,3% en el cuarto trimestre mostró un ritmo declinante mes a mes: octubre, 9,1%; noviembre, 7,3%, diciembre, 5,6%.

Habrá que esperar los datos de febrero, que en materia de producción industrial fue levemente mejor que enero, como se mencionó en la sección 2.1.

### 3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

3.1. El cuadro adjunto detalla la evolución, en 2011 y en los dos primeros meses del corriente año, del Índice de Precios al Consumidor de San Luis (IPC–SL), elaborado por la Dirección Provincial de Estadística y Censos (DPEyC San Luis).

**Cuadro 3.1**  
**IPC San Luis 2011–2012**  
**Tasas de variación mensual, anualizada e interanual (%)**

	Mensual	Anualizada (1)	Interanual (2)
2011			
Enero	1,1	14,0	25,6
Febrero	1,1	14,0	21,7
Marzo	2,7	37,7	21,7
Abril	2,6	36,1	23,2
Mayo	1,7	22,4	23,4
Junio	1,5	19,6	23,9
Julio	1,7	22,4	24,2
Agosto	2,4	32,9	25,9
Septiembre	1,9	25,3	26,3
Octubre	1,1	14,0	23,7
Noviembre	1,4	18,2	23,1
Diciembre	1,9	25,3	23,3
2012			
Enero	1,2	15,4	23,3
Febrero	1,5	19,6	23,9

(1) Suponiendo que la tasa mensual pudiera persistir durante los próximos 12 meses ( $1,017^{12} = 22,4\%$ ).

(2) En comparación con igual mes del año anterior.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de DPEyC – San Luis (21-03-2012).

**La tasa de variación con respecto al mes inmediato anterior ha evolucionado en los últimos 14 meses registrando un promedio de 1,7%.** Los valores extremos han sido 1,1% y 2,7%, correspondiendo este segundo caso a la tasa de marzo de 2011. En dicho máximo básicamente influyó el rubro Alimentos y bebidas con 3,2% de variación mensual; y, dentro del mismo, Carnes aumentó 5,8%. La tasa anualizada antes definida se movió en el rango 14,0%–37,7%, en consonancia con la respectiva tasa mensual.

La tasa interanual, condicionada por la base de comparación, se ubicó en los extremos 21,7%–26,3% y más acotada en los últimos cinco meses en 23,1%–23,9%. En particular, Alimentos y bebidas registró una tasa interanual de 22,6% en el pasado mes de febrero.

**Precisamente, en niveles no muy alejados de estas tasas se vienen manejando las negociaciones salariales, las ya cerradas y las próximas a concluirse, en un entorno de menor actividad, como se apreció en la sección 2., y de no avance en el tema de la reducción de subsidios.**

**3.2.** La novedad, en materia de expectativas de la población acerca de la evolución de los precios al consumidor, es el salto que mostró la encuesta relevada por el Centro de Investigación en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella. **Luego de doce resultados consecutivos en que la inflación esperada para los próximos doce meses se había estabilizado en 25%, en marzo se llegó a 30%, de acuerdo con la mediana de respuestas.** Solamente en diez oportunidades se había alcanzado dicho nivel, desde mayo de 2008 hasta el presente.

Según el informe, en términos de la mediana, las expectativas de inflación son homogéneas entre sectores de menores y mayores ingresos (secundario o inferior–terciario/universitario). Desde el punto de vista regional, Capital Federal se encuentra debajo de Gran Buenos Aires e Interior.

El universo de la encuesta es la población general de los grandes centros urbanos mayor de 18 años, el tipo de encuesta es telefónica, su tamaño 1.216 casos, con un error estadístico de +/- 3,5%, la fecha del trabajo de campo entre el 2 y el 9 de marzo de 2012 y la empresa ejecutora Poliarquía Consultores.

#### 4. FINANZAS PÚBLICAS

- 4.1. La recaudación tributaria en marzo alcanzó a 48.363 miles de millones de pesos, con un aumento de 29,1% sobre el mes homólogo de 2011. En el primer trimestre, la recaudación totalizó los 148.490 miles de millones de pesos, con un aumento interanual de 29,1%.

En el mes de marzo y en términos interanuales se destacaron los incrementos en Ganancias (30,2%), Débitos (38,5%), Sistema de Seguridad Social (35,9%), Derechos a las exportaciones (44,8%), IVA–DGI 38,4%.

Cabe destacar que los tributos vinculados con las importaciones experimentaron retrocesos: IVA–Aduana -15,2% y derechos aduaneros a las importaciones -1,8%.

- 4.2. Si bien en la sección 1. se desarrolló detenidamente la situación fiscal, se incluye a continuación el cierre de la ejecución del año 2011, en comparación con los dos años inmediatamente precedentes. **Ello permite poner en perspectiva el deterioro creciente del cuadro fiscal del gobierno nacional, extensible a la situación de los gobiernos subnacionales.**

**Cuadro 4.1**  
**SECTOR PÚBLICO NACIONAL**  
**Ingresos y egresos**  
(En miles de millones de pesos)

	2011	2010	2009
1. Recursos Totales	434,8	350,4	260,2
1.1. Recursos Normales	411,2	317,2	234,5
1.2. Recursos Extraordinarios	23,6	33,2	25,7
2. Gasto Primario	430,0	325,2	242,8
2.1. Corriente	376,5	279,6	206,8
2.2. Capital	53,5	45,6	36,0
3. Resultado Primario (1-2)	4,9	25,2	17,4
4. Resultado Primario Corregido (1.1-2)	-18,7	-8,0	-8,1
5. Intereses de deuda	35,6	22,1	24,5
6. Resultado Financiero (3-5)	-30,7	3,1	-7,1
7. Resultado Financiero Corregido (4-5)	-54,3	-30,1	-32,8

NOTA: los datos corresponden solamente al sector público nacional.

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

## 5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO

- 5.1.** En marzo los depósitos en pesos aumentaron 1,7% respecto de febrero (como promedio mensual de saldos diarios), luego de haberse incrementado 2% en febrero, lo que eleva a 28% la variación interanual y a 36% la variación del primer trimestre a ritmo anual.

Los depósitos, en caja de ahorro y a plazo crecieron en marzo 0,4%, 1,2% y 3,0% respecto de febrero y acumulan en lo que va del año aumentos de 26,6%, 21,6% y 54,7% a ritmo anual.

A su turno, los depósitos privados en pesos aumentaron 2,5% en marzo, lo que representa 32% interanual y 39,8% en el primer trimestre a ritmo anual.

Dato a considerar, los depósitos en moneda extranjera del sector privado permanecen estabilizados en lo que va del año.

- 5.2.** El BCRA adquirió, en un contexto de restricción a las importaciones y al acceso de particulares al mercado de cambios, 1.131 millones de dólares hasta el 25/3, lo que lleva a suponer que el mes concluirá con compras por 1.400–1.500 millones si se mantiene el promedio diario actual. Como referencia, en marzo de 2011 y en un contexto de menores restricciones, el BCRA adquirió 1.387 millones, o sea una cifra similar a la del mes pasado.

En ese contexto, la Base Monetaria aumentó 3,5% en marzo, luego de haber caído 5,7% en febrero; de tal manera, el nivel de marzo es menor al de enero, aunque excede en 2,5% al de diciembre.

El BCRA redujo en marzo la colocación de Pases Pasivos, aunque aumentó levemente el stock de Lebac. Por ello, los Pasivos Financieros Amplios crecieron “solo” 1,3% en marzo (lo habían hecho 1,7% en febrero respecto de enero). Pero considerando el salto de enero, el aumento acumulado del primer trimestre es de 9,7% (44,7% a ritmo anual).

Las compras de dólares permitieron que las reservas al 25/3 llegaran a 47,7 miles de millones (46,4 miles de millones al concluir diciembre de 2011).

- 5.3.** El crédito al sector privado aumentó 1,4% en febrero y 1,5% en marzo (como promedio mensual de saldos diarios). **Se trata de guarismos bajos, aun considerando factores estacionales.** En el primer trimestre la variación acumulada fue de 4,6%, alrededor del 20% a ritmo anual.

## 6. SECTOR EXTERNO

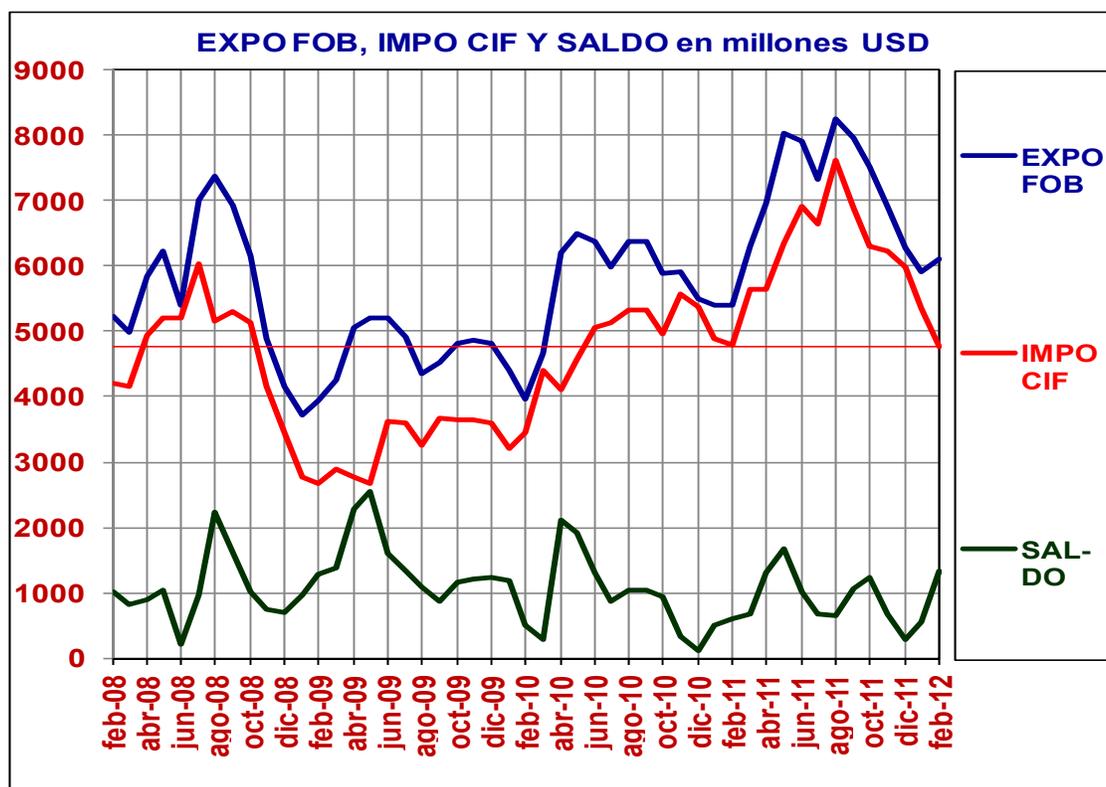
6.1. En el cuadro adjunto se muestran las exportaciones e importaciones del corriente año.

**Cuadro 6.1**  
**BALANZA COMERCIAL**  
**Evolución mensual**  
(En millones de dólares y tasas de variación interanual)

	Exportaciones FOB			Importaciones CIF			Saldo comercial	
	2011	2012	12/11 (%)	2011	2012	12/11 (%)	2011	2012
Enero	5.392	5.909	9,6	4.879	5.358	9,8	513	550
Febrero	5.407	6.098	12,8	4.799	4.757	-0,9	608	1.341

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, *Intercambio Comercial Argentino* (21-03-2012).

En febrero del corriente año las exportaciones totalizaron 6.098 millones<sup>2</sup>, con un aumento de 12,8%. Las importaciones sumaron 4.757 millones, descendiendo 0,9%; en febrero de 2011 habían crecido 39%, siempre en términos interanuales. El saldo de la Balanza Comercial fue de 1.341 millones, 733 millones más que en febrero del año pasado. El gráfico pone de relieve como las importaciones venían cayendo desde septiembre de 2011.



FUENTE: ídem anterior.

<sup>2</sup> A partir de este punto, cuando se dice “millones” debe interpretarse “millones de dólares”.

El siguiente cuadro desagrega las importaciones del primer bimestre y las compara con igual período del año anterior.

**Cuadro 6.2**  
**IMPORTACIONES EN EL PRIMER BIMESTRE DE 2012**  
(En millones de dólares y variación porcentual)

	2011	2012	2012/2011
<b>Total</b>	<b>9.678</b>	<b>10.115</b>	<b>4,5</b>
<b>Bienes de capital</b>	<b>2.049</b>	<b>2.087</b>	<b>1,9</b>
Bienes de capital (excepto el equipo de transporte)	1.660	1.655	-0,3
Equipo de transporte industrial	389	432	<b>11,1</b>
<b>Bienes intermedios</b>	<b>3.108</b>	<b>3.146</b>	<b>1,2</b>
Suministros industriales	3.053	<b>3.087</b>	1,1
Alimentos y bebidas, destinados a la industria	55	58	5,5
<b>Combustibles y lubricantes básicos y elaborados</b>	<b>747</b>	<b>840</b>	<b>12,5</b>
<b>Piezas y accesorios para Bienes de capital</b>	<b>1.810</b>	<b>1.930</b>	<b>6,6</b>
<b>Bienes de consumo</b>	<b>1.137</b>	<b>1.171</b>	<b>3,0</b>
Bienes de consumo no especificados duraderos	123	88	<b>-28,5</b>
Bienes de consumo no especificados semiduraderos	309	321	3,9
Bienes de consumo no especificados no duraderos	432	492	<b>13,9</b>
Alimentos y bebidas básicos para el hogar	44	39	<b>-11,4</b>
Alimentos y bebidas elaborados para el hogar	142	144	1,4
Materiales de transporte y accesorios no industriales	86	86	0,0
<b>Vehículos automotores de pasajeros</b>	<b>808</b>	<b>897</b>	<b>11,0</b>
<b>Resto</b>	<b>19</b>	<b>44</b>	<b>131,6</b>

FUENTE: ídem anterior.

Los rubros en los cuales se verifican aumentos por encima de los dos dígitos son Equipo de transporte industrial, Combustibles, Bienes de consumo no especificados no duraderos y Vehículos automotores de pasajeros. Un ítem con una alta participación como lo es Suministros industriales se incrementó apenas 1,1%. **En el otro extremo, las mayores bajas se encuentran en Bienes de consumo no especificados duraderos y en Alimentos y bebidas básicos para el hogar, sin bien en reducidos valores absolutos.**

**6.2.** El cuadro de la página siguiente resume los principales rubros del Balance de Pagos en 2011.

**La Cuenta Corriente registró el año pasado un saldo positivo de solamente 17 millones (en el cuarto trimestre ya fue negativo en 356 millones), que sumado al déficit de la Cuenta Capital, incluyendo el rubro Errores y omisiones netos por 6.125 millones, generó una variación negativa de las Reservas Internacionales por 6.108 millones, como consecuencia de las operaciones del Balance de Pagos.**

En comparación con el año 2010 (2.818 millones) el saldo de la Cuenta Corriente en 2011 disminuyó en 2.801 millones. La Cuenta Mercancías, rubro clave de aquella Cuenta, acumuló 13.540 millones, lo cual implica una disminución interanual de 726 millones. El aumento de las exportaciones en valor absoluto fue inferior en ese monto al crecimiento de las importaciones.

**Cuadro 6.3**  
**BALANCE DE PAGOS**  
**Trim. IV, año 2011 y diferencia 2011 menos 2010**  
**(En millones de dólares)**

	<b>Trim. IV</b>	<b>2011</b>	<b>2010</b>	<b>Dif. 2011-2010</b>
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>-356</b>	<b>17</b>	<b>2.818</b>	<b>-2.801</b>
Mercancías	2.988	<b>13.540</b>	14.266	-726
<i>Exportaciones FOB</i>	20.716	84.269	68.134	16.135
<i>menos Importaciones FOB</i>	17.728	70.729	53.868	16.861
Servicios	-349	-2.230	-1.114	-1.116
Rentas de la inversión	-2.857	-10.757	-9.881	-876
<i>Intereses</i>	-875	-3.427	-2.722	-705
<i>Utilidades y dividendos</i>	-1.983	<b>-7.330</b>	-7.159	-171
Otras rentas	-21	-72	-58	-14
Transferencias corrientes	-117	-464	-396	-68
<b>Cuenta Capital</b>	<b>-1.664</b>	<b>-6.125</b>	<b>1.339</b>	<b>-7.464</b>
Sector bancario	2.605	6.598	-2.566	9.164
<i>BCRA (Préstamos)</i>	2.000	<b>5.000</b>	-2.910	7.910
<i>Otras entidades financieras</i>	605	1.598	344	1.254
Sector público no financiero	-1.925	-2.534	2.209	-4.743
Sector privado no financiero	-1.676	-6.332	2.630	-8.962
<i>Pasivos y otros financiamientos</i>	2.312	<b>12.204</b>	13.424	-1.220
<i>menos Activos</i>	3.988	<b>18.536</b>	10.794	7.742
Otros	2	70	89	-19
Errores y omisiones netos	-670	-3.928	-1.023	-2.905
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	<b>-2.020</b>	<b>-6.108</b>	<b>4.157</b>	<b>-10.265</b>
PBI (miles de millones pesos corrientes)	1.959	1.842	1.443	
Tipo de cambio peso/dólar	4,26	4,13	3,91	
PBI (miles de millones de dólares)	460	446	369	
<b>Cuenta Corriente/PBI (1)</b> (%)	<b>-0,310</b>	<b>0,004</b>	<b>0,764</b>	

(1) En el caso de los trimestres, el saldo de la Cuenta Corriente fue anualizado.

NOTA: Los totales pueden no coincidir, por redondeo en las cifras parciales.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, *Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos...* (marzo de 2012)

**El saldo de la Cuenta Mercancías en 2011 fue absorbido por los saldos negativos en Servicios (que duplicó el saldo de 2010) y sobre todo por Rentas de la inversión.**

Este segundo rubro es el de mayor magnitud, con un déficit de 10.757 millones, correspondiendo 3.427 millones a Intereses, con un crédito de 1.679 millones y un débito de 5.106 millones. En Utilidades y dividendos el saldo es de -7.330 millones, el mismo nivel que en 2010, con 1.226 como crédito y 8.556 como débito (sector Privado no financiero 7.866 millones bajo el rubro Inversión extranjera directa).

**En la Cuenta Capital de 2011 se destaca el saldo positivo del Sector Bancario por 6.598 millones**, que contrasta con el negativo del año anterior por 2.566 millones. Corresponde al BCRA la suma de 5.000 millones (3.000 en el tercer trimestre y el resto en el cuarto), en el rubro Préstamos de organismos internacionales y otros bilaterales, específicamente a “Otros organismos y otros bilaterales”, distintos del FMI, el BID o el Banco Mundial.

El sector Privado no financiero registró un saldo negativo de 6.332 millones, frente a un positivo de 2.630 en 2010. Se integra con 12.204 millones como Pasivos y otros financiamientos –el rubro más significativo es Inversión directa–, **versus 18.536 millones de Activos (formación de activos externos)**, con extremos de -5.668 y -3.988 en los trimestres segundo y cuarto, respectivamente), superando en 7.742 millones al monto de 2010.

**Las Reservas Internacionales totalizaron 46.376 millones a fin de diciembre**, contra 52.190 en igual mes de 2010, que implica una disminución de 5.814 millones, siendo atribuible la diferencia con los -6.108 del Balance al ajuste por tipo de pase.

**La Deuda Externa bruta fue de 139.715 millones a fin de diciembre, 10.722 millones más que un año antes.** Aquella deuda se desglosa de la siguiente manera: sector Público no financiero y BCRA, 72.992 millones; sector Privado no financiero, 62.804 millones; sector Financiero sin BCRA, 3.919 millones. El mayor crecimiento provino del sector Privado no financiero, con 6.432 millones adicionales.

**En las últimas filas del referido Cuadro 6.3 se calcula la relación Cuenta Corriente/PBI, que en 2011 llegó prácticamente a cero (0,004%) versus el registro de 2010 con 0,764%. En el cuarto trimestre ya entró en la zona negativa, con -0,310%. (2008=2,15% y 2009=3,62%)**

- 6.3.** En la presente sección se hará referencia al informe elaborado por el Instituto Argentino de Análisis Fiscal (IARAF) *Los posibles efectos sobre la economía argentina de las menores cantidades y de los precios en aumento en el mercado de la soja*. El cuadro adjunto resume los resultados del trabajo.

**Cuadro 6.4**  
**ESCENARIOS ESTIMADOS PARA LA COSECHA ARGENTINA DE SOJA**  
(En millones de dólares)

	2010/2011	2011/2012 (A)	2011/2012 (B)
Producción (1)	48,9	46,5	43,5
Precios promedio (2)	509	491	491
Valor cosecha	24.878	22.840	21.366
Variación	-----	-2.038	-3.512
Exportaciones (1)	41,4	43,2	40,4
Ratio Expo/Producción (3)	85%	93%	93%
Valor exportaciones	21.057	21.199	19.832
Variación	-----	142	-1.226
Derechos exportaciones	7.370	7.420	6.941
Variación	-----	50	-429

(A) Escenario optimista, considerando estimaciones de *USDA* (Departamento de Agricultura de Estados Unidos).  
(B) Escenario pesimista, proyecciones de mínima del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca de la Nación.

(1) En millones de toneladas.

(2) Promedio de principales meses de comercialización de 2011 para campaña 2010/2011 y promedio febrero-marzo de 2012 (al día 13 de marzo) para campaña 2011/2012.

(3) Calculado a partir de datos de *USDA*.

FUENTE: IARAF, Informe Económico N° 151, Córdoba, 15 de marzo de 2012 (Nadín Argarañaz–Joaquín Pilatti), sobre la base de *USDA* y Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca de la Nación.

En el Informe se destaca que, a pesar de los menores niveles de producción, *no se han verificado cambios de cuantía similar en los valores estimados de exportaciones argentinas de soja... se observan menores proyecciones de exportaciones directas de poroto respecto de campañas anteriores, aunque más que compensadas por ventas externas de subproductos.*

Según *USDA*, los 43,2 millones de toneladas de exportaciones del escenario optimista se desagregan en los siguientes rubros: porotos, 8,9; harina, 29,6; aceite 4,7; frente a 9,2 – 27,6 – 4,6, respectivamente, en los 41,4 millones de la campaña anterior. Esto implica un mayor coeficiente Exportaciones/Producción (93% versus 85%).

En otro cuadro del referido Informe se encuentran los datos anteriores de ese coeficiente: 2007/2008, 101%; 2008/2009, 107%; 2009/2010, 78%. En el pie de página se aclara que el hecho de que el coeficiente supere en algunos casos el 100% se explica por el arrastre de stocks o remanentes de una campaña exportados en la siguiente.

Finalmente, en el escenario (A) las mayores exportaciones en toneladas compensarían las menores cotizaciones, *con lo que se llegaría a valores en dólares similares a los de 2010/2011 tanto para las exportaciones como para los derechos de exportación*, como puede verse en el Cuadro 6.4.

**Los mejores precios para soja de avanzado marzo tornarán más positivos los resultados en materia de ingresos que surgen del antedicho trabajo.**

**6.4.** El Cuadro adjunto muestra los precios internacionales de soja, trigo, maíz y petróleo.

**Cuadro 6.5**  
**PRECIOS INTERNACIONALES DE SOJA, TRIGO, MAÍZ Y PETRÓLEO**  
FOB Golfo USD/tonelada y USD/barril WT1

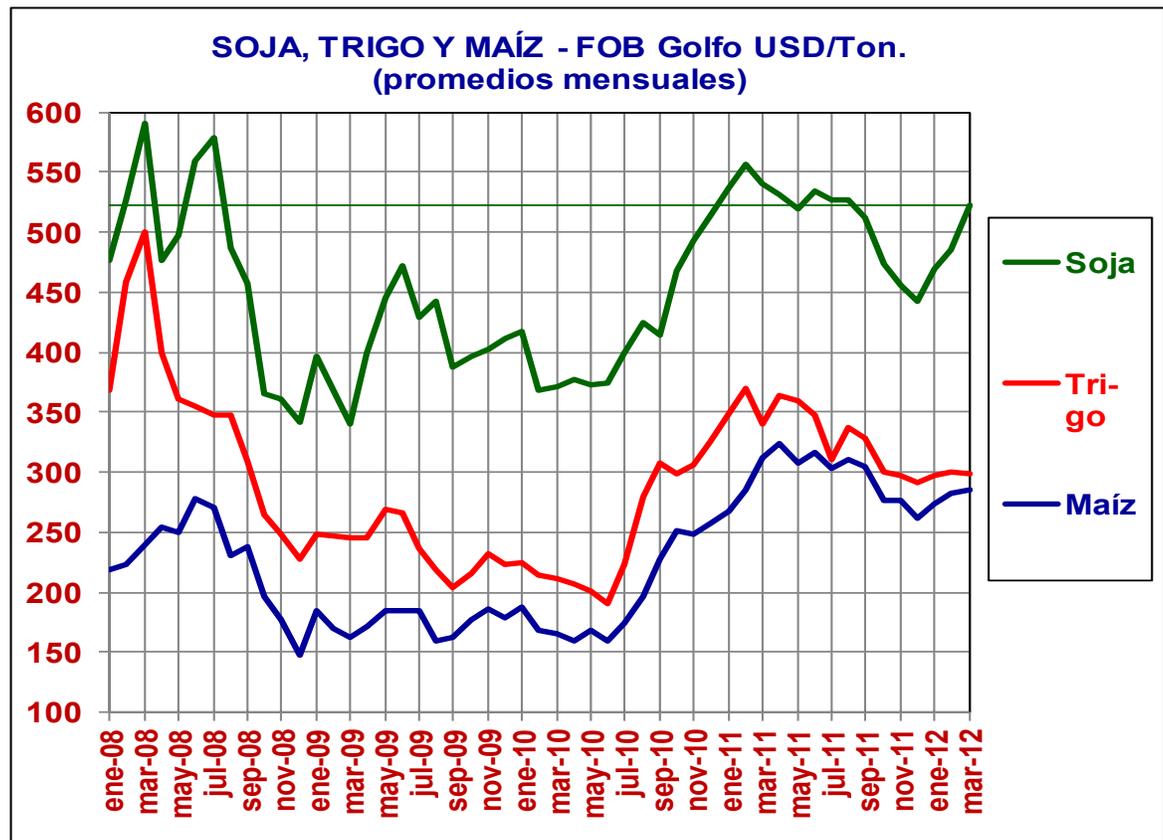
	Soja	Trigo	Maíz	Petróleo
Promedio anual 2008	477	349	227	99,67
Promedio anual 2009	408	238	175	61,95
<b>Promedio anual 2010</b>	<b>416</b>	<b>249</b>	<b>197</b>	<b>79,48</b>
Promedios mensuales 2011				
Marzo	540	340	312	102,86
Junio	535	348	316	96,26
Septiembre	512	328	304	85,52
Diciembre	443	291	261	98,56
<b>Promedio anual 2011</b>	<b>513</b>	<b>333</b>	<b>295</b>	<b>94,88</b>
Promedio 2011/Promedio 2010 (%)	23,3	33,7	49,7	19,4
Promedios mensuales 2012				
Enero	470	298	256	100,27
Febrero	485	300	284	102,26
<b>Marzo (preliminar)</b>	<b>522</b>	<b>298</b>	<b>285</b>	<b>106,15</b>
Marzo 2012/Febrero 2012 (%)	7,6	-0,7	0,4	3,8
30-03-2012	541	300	279	103,02

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Ministerio de Agricultura y de U.S. Energy Information Administration (EIA).

Recuperación de los precios de la soja en el mes de marzo versus febrero (7,6% promedio contra promedio) y relativa estabilidad en trigo y en maíz. En el cierre del mes soja supera el promedio mensual, trigo sin cambios y maíz debajo al igual que el petróleo.

De acuerdo con Agro-Claves del 3-04-2012 (Centro de Gestión Agropecuaria – Fundación Libertad, Rosario): *La soja está conformando un escenario muy alcista. En el corto plazo la oferta está menguada por la pobre cosecha sudamericana, mientras que en el largo plazo Estados Unidos sembrará una superficie menor este año, y con un consumo que sigue firme los stocks/consumo podrían bajar a niveles preocupantes.*

El gráfico adjunto pone los precios de marzo en una perspectiva de mediano plazo.



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

## ANEXO ESTADÍSTICO

**Cuadro I. ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL (EMI)**

Año	Mes	Nivel (1)	Mensual % (2)	Anual % (3)
2011	Febrero	119,4	1,5	9,0
	Marzo	130,0	-0,3	8,6
	Abril	133,5	0,0	8,2
	Mayo	134,4	0,7	8,9
	Junio	127,0	-0,1	8,1
	Julio	129,1	-0,6	7,1
	Agosto	135,4	0,0	5,1
	Septiembre	139,8	0,6	5,1
	Octubre	136,9	-0,4	4,1
	Noviembre	142,3	1,7	4,0
	Diciembre	143,3	0,7	2,2
	2012	Enero	117,0	-1,7
<b>Febrero</b>		<b>122,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>2,7</b>

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)
2011	Febrero	2,3	13,4	12,6
	Marzo	-0,8	5,1	11,0
	Abril	1,3	9,9	11,9
	Mayo	3,5	14,8	12,0
	Junio	-3,9	8,7	8,8
	Julio	1,3	8,3	9,4
	Agosto	-1,6	11,5	11,4
	Septiembre	2,4	11,1	11,8
	Octubre	-0,2	6,4	10,5
	Noviembre	-1,1	3,2	11,6
	Diciembre	-0,1	2,6	10,1
	2012	Enero	1,7	5,3
<b>Febrero</b>		<b>-6,5</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,7</b>

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)
2011	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	<b>2,95</b>
	Junio	564,50	476,95	318,67	473,52	<b>3,73</b>
	Julio	591,80	489,04	328,55	492,52	<b>4,01</b>
	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
	Noviembre	641,97	523,87	336,74	527,14	1,69
	Diciembre	662,06	535,79	336,91	539,64	2,37
2012	Enero	667,27	550,48	336,91	545,19	1,03
	<b>Febrero</b>	<b>676,05</b>	<b>562,72</b>	<b>337,09</b>	<b>552,08</b>	<b>1,26</b>

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)
2011	Febrero	141,47	Trim. I 120,4	Trim. I 919	Trim. I 172,4
	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	Trim. III 133,1	Trim. III 1.077	Trim. III 196,6
	Septiembre	159,64			
	Octubre	160,56			
	Noviembre	162,31			
	Diciembre	164,78			
2012	Enero	164,97			
	<b>Febrero</b>	<b>165,83</b>			

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**

<b>Año</b>	<b>Mes</b>	<b>Base Monetaria Amplia (\$) (a)</b>	<b>Reservas Líquidas (U\$S) (b)</b>	<b>[(a)/(b)] x 100 %</b>
2011	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	206.700	46.600	445
	Diciembre	220.000	46.000	478
2012	Enero	237.600	46.500	511
	Febrero	235.400	46.730	504
	<b>Marzo (1)</b>	<b>236.900</b>	<b>47.100</b>	<b>503</b>

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**

<b>Año</b>	<b>Mes</b>	<b>Base Monetaria Amplia</b>	<b>M1</b>	<b>M3</b>
2011	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	2,2	1,8	1,5
	Diciembre	6,4	6,4	2,8
	2012	Enero	8,0	7,4
Febrero		-0,4	-3,3	1,3
<b>Marzo (1)</b>		<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>1,4</b>

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
<b>Diciembre 2001</b>	<b>1,00</b>
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
<b>2010</b>	
Marzo	1,42
Junio	1,37
Septiembre	1,32
Diciembre	1,27
<b>2011</b>	
Enero	1,27
Febrero	1,28
Marzo	1,26
Abril	1,25
Mayo	1,23
Junio	1,22
Julio	1,21
Agosto	1,20
Septiembre	1,19
Octubre	1,19
Noviembre	1,18
Diciembre	1,17
<b>2012</b>	
Enero	1,16
<b>Febrero</b>	<b>1,15</b>

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.