IAEF

Departamento de Investigaciones

INFORME MENSUAL ECONÓMICO FINANCIERO N° 262

DICIEMBRE DE 2011

(Fecha de cierre: 2 de Diciembre de 2011)

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	**11**
3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN	**13**
4. FINANZAS PÚBLICAS	**16**
5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO	**17**
6. SECTOR EXTERNO	**18**
ANEXO ESTADÍSTICO	**25**

CUADROS RESUMEN

1. EL CONTEXTO GENERAL

La cuestión de la llamada “facilitación monetaria” está en el corazón del debate acerca de la crisis europea. El riesgo para el mundo radicaría en un error de secuencia, esto es, en un endurecimiento monetario con un intento de corrección fiscal, lo cual sería profundamente recesivo. La distinta evolución de Estados Unidos y la Unión Europea, moneda blanda versus dura, es elocuente en términos de nivel de actividad. Por otra parte, la desaceleración en la economía de China y de Brasil constituye una señal de alerta para el mundo emergente.

En la Argentina, la desaceleración en el crecimiento de los agregados monetarios pone a la liquidez en un marco más tenso, en el curso de un mes de diciembre en el cual la demanda de crédito aumenta y las empresas requieren fondos adicionales para pagar el medio aguinaldo.

2. NIVEL DE ACTIVIDAD

El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), que anticipa la variación del Producto a precios constantes, registró en el pasado mes de septiembre un incremento interanual de 7,7%. De esta manera, el crecimiento de la economía en el tercer trimestre se ubicaría en 8,0%, debajo de los dos primeros trimestres (9,9% y 9,1%).

Los índices de producción industrial sin estacionalidad de FIEL y de INDEC muestran tasas de variación en el entorno de cero en junio–octubre, lo cual denota cierta desaceleración.

3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

A partir de la información de la Encuesta Permanente de Hogares, el crecimiento de la tasa de empleo en los trimestres segundo y tercero, consecuencia de una mayor demanda laboral generada en los empleadores, fue compensado por una más elevada oferta laboral por parte de los trabajadores. Esto generó un leve descenso de la tasa de desocupación, al ritmo de una décima de punto por trimestre.

La elasticidad Empleo/Producto (variación de la ocupación frente al cambio de un punto porcentual en el PBI) llegó a 0,35, consecuencia de un aumento interanual de 2,8% en la cantidad de ocupados que surge de la población de referencia del área cubierta por la EPH y de un crecimiento de 8,0% en el Producto.

4. FINANZAS PÚBLICAS

El resultado financiero de octubre alcanzó a -3,0 miles de millones de pesos. Si se excluyen los ingresos extraordinarios provenientes de Banco Central y ANSES, el resultado financiero corregido llegó a -6,3 miles de millones. En los primeros 10 meses el resultado financiero fue de -8,3 miles de millones y el corregido de -26,3 millones, frente a -25,3 en igual período del año pasado.

5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO

Las restricciones en el acceso al mercado de cambios, la demora en las operaciones comerciales que implican uso de divisas y el impulso para la liquidación, hicieron que en la segunda mitad de noviembre el Banco Central volviera a ser comprador de moneda extranjera.

De todas maneras, debido a pagos de deuda y a la caída en el stock de depósitos en dólares, el nivel de Reservas internacionales descendió al entorno de 46 miles de millones de dólares.

6. SECTOR EXTERNO

El índice de precios de exportación del tercer trimestre, elaborado por INDEC, disminuyó 1,5% respecto del segundo trimestre, pero todavía superando los registros del primer trimestre y anteriores. En igual comparación, los precios de importación crecieron 3,4%, de modo que el índice de Términos de Intercambio retrocedió 4,6%, ubicándose en el promedio cuarto trimestre de 2007–tercer trimestre de 2011.

Según las proyecciones del Banco Mundial, los precios de soja, trigo y maíz descenderían en cada caso 12,7%, 12,5% y 15,3% como promedio de 2012 versus el corriente año. De todas maneras, en la comparación 2012/2010 crecerían 6,7%, 25,0% y 34,4%, respectivamente.

SÍNTESIS EJECUTIVA

- La extensión de la crisis europea a las economías de mayor tamaño, primero Francia y ahora Alemania, requiere de una flexibilización monetaria a la cual hasta el momento se resiste Alemania. Ello permitiría un escenario de tasas bajas y euro débil, con efectos menos nocivos sobre la actividad que la contracción monetaria; y facilitaría una corrección fiscal de largo plazo, cuyo sendero y pautas deben estar definidas al implementar la flexibilización para anclar las expectativas.

- Brasil se ajusta a un escenario menos expansivo para su PBI, con una baja en la tasa de interés de referencia y convalidando una depreciación de su moneda, aunque todavía el movimiento no tiene la envergadura del realizado en 2008–2009. Esto, unido a la baja en los precios de *commodities* agrícolas, empeora el ingreso de la Argentina en el año 2012.

- El proceso de caída de reservas se prolongó hasta la tercera semana de noviembre, impulsado hasta mediados de mes por ventas del BCRA y disminución de los depósitos en moneda extranjera (caída de las tenencias del Banco Central por los encajes sobre los mismos). Los mayores requisitos de información fiscal a cumplimentar por los que quieren dólares para acumular activos externos y, en general, para quienes deban aplicarlos al pago de importaciones y cancelación de deuda, mitigaron por el momento el exceso de demanda y las ventas del BCRA.

- La estacionalidad de la liquidez de diciembre, luego de la suba de la tasa de interés de los últimos dos meses, implica un dilema tanto para quienes requieran financiamiento adicional como para las propias autoridades monetarias, en un contexto en el cual los indicadores de actividad muestran una suave desaceleración.

- Precisamente, los índices de producción industrial de FIEL e INDEC registraron en junio–octubre tasas de variación mensual en el entorno de cero, a partir de las series desestacionalizadas.

- El índice de precios de exportación del tercer trimestre disminuyó 1,5% respecto del segundo, pero superando los niveles anteriores a este último, mientras que los precios de importación crecieron 4,6%. De esta manera, el índice de términos del intercambio retrocedió, ubicándose en el promedio del cuarto trimestre de 2007–tercer trimestre de 2011.

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 spreading of the European crisis to the larger economies, first France and now Germany, requires that monetary easing so far resisted by Germany. This would allow a scenario of low rates and a weak euro, with less harmful effects on the activity than monetary contraction and facilitate a long-term fiscal correction, whose path and guidelines must be define to implement the flexibility to anchor expectations.

- Brazil is set to a less expansive scenario for its GDP, with a decline in the benchmark interest rate and validating a depreciation of its currency, although this movement does not have the magnitude yet of the one executed in 2008–2009. This, coupled with the decline in agricultural commodity prices, worsens the income of Argentina in 2012.

- The process of the drop in international reserves continued until the third week of November, driven by dollars sales of the Central Bank and a reduction of foreign currency deposits until the middle of the month (fall of the Central bank´s holdings due to reserve requirements on them). The major requirements of fiscal reporting to be complete by those who want to buy dollars for foreign assets and, in general, for those who must apply them to pay for imports and debt cancellation, mitigated for the time being the excess of the demand and the dollars sales of the Central Bank.

- Seasonality of liquidity in December, after the rise in interest rates over the past two months, involves a dilemma both for those who require additional financing as well as for monetary authorities themselves, in a context in which activity indicators show a slight slowdown.

- Indeed, industrial production indices of Latin American Economic Research Foundation or National Institute of Statistics and Census, recorded in June–October monthly rates of change around zero, from the seasonally adjusted series.

- The export price index for the third quarter decreased 1.5% from the second, but surpassing the levels before the latter, while import prices rose 4.6%. Thus, the terms of trade index fell, reaching the average of the fourth quarter of 2007–third quarter of 2011.

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. El aumento lento pero constante de los rendimientos de los bonos de deuda de las economías europeas con mayor solidez aparente (Alemania y Francia), demuestra la dificultad de mantener la crisis acotada a los países del sur europeo y podría transformarse en el disparador de cambios de estrategia en el abordaje de la crisis. A su turno, la llegada de equipos de gobierno de perfil más técnico en Grecia y en Italia facilitaría el cambio.

En el fondo, la cuestión de la llamada "facilitación monetaria" está en el corazón del debate. **La facilitación monetaria implicaría un escenario de tasas de interés bajas y euro moderadamente depreciado, que permitiría un tratamiento más favorable de la deuda para los países deudores y de recuperación de competitividad. Pero, para que el esfuerzo de las economías centrales sea redituable –en orden a acompañar el debilitamiento del euro–, el anclaje fiscal de largo plazo debe estar asegurado, que es la preocupación de Alemania.**

1.2. La facilitación europea, a su turno, abriría paso para que Estados Unidos dé otra vuelta de tuerca en el mismo sentido. Volver a expandir la cantidad de dinero en Estados Unidos, sin un acompañamiento de la Unión Europea, podría terminar implicando un perjuicio adicional para la misma y demorando una solución global.

Los números de actividad del tercer trimestre de la economía estadounidense dieron cierto espacio para la espera, que por cierto no es infinito. Seguramente, el escenario habría sido mejor si el supercomité del Congreso de Estados Unidos hubiera llegado a un acuerdo sobre mejorar el déficit, pero de todas maneras han existido algunos avances.

La línea de *swaps* de dólares que provee la Reserva Federal a la Unión Europea constituye una ayuda importante de la cual se benefician todas las partes involucradas. Para los bancos de esa región constituye una ayuda, en momentos en que las preferencias por el euro y la demanda de dólares eran notorias. Para Estados Unidos, mitiga las fuerzas que impulsan la revaluación de su moneda y da alguna salida a la plétora de dólares que arribaba de Europa hacia los Bonos del Tesoro.

1.3. El riesgo para el mundo radicaría en un error de secuencia, es decir, en un endurecimiento monetario con un intento de corrección fiscal, lo cual sería profundamente recesivo. La distinta evolución de Estados Unidos (moneda blanda) y la Unión Europea (moneda dura) son suficientemente elocuentes en términos de actividad. En ese sentido, la acción de los bancos centrales destinada a ofrecer una línea de *swaps* en dólares a los bancos que lo requieran, es un paso positivo que además muestra una interesante coordinación entre esas agencias.

Por cierto, si ambas áreas económicas expanden monetariamente en forma coordinada, ello tendrá un relativo impacto sobre la tasa de inflación mundial, los precios de *commodities* y los flujos de capital, en este caso hacia las economías emergentes.

Un punto no menor es que la crisis ha llevado a los agentes económicos a aumentar la participación del dólar y de los bonos del Tesoro en sus portafolios; la normalización debería provocar una reversión en esta tendencia y contribuiría a un debilitamiento de la moneda estadounidense.

1.4. Otro tipo de salida de la crisis sería profundamente recesivo en la Unión Europea y arrastraría el resto del mundo. En esa clave debe interpretarse el ya ocurrido descenso de los precios de las materias primas, como el poco alentador escenario en esa materia que el Banco Mundial proyecta para 2012 (*véase la sección 6.6.*).

Señales de alerta en la transición para el mundo emergente es la desaceleración que anuncian China y Brasil en sus respectivas economías, a la vez altamente correlacionada la segunda con la primera.

En ese contexto no debe extrañar el rápido descenso impreso en la tasa Selic[1] y la depreciación del real, aunque todavía sin alcanzar las dimensiones de los movimientos registrados en 2008–2009 en ambas variables.

1.5. Nuestro país transcurre, a la fecha de cierre de este Informe Mensual, un período transicional entre las elecciones de octubre y el inicio del nuevo período presidencial.

Dicho período estuvo caracterizado, entre otras cuestiones, por tensiones en el mercado cambiario, que como había ocurrido en rigor desde mediados de julio se tradujeron en significativas ventas de dólares por parte del BCRA (5,9 miles de millones de dólares entre el 17/7 y el 14/11).

El Balance Cambiario del tercer trimestre del corriente año, publicado por el Banco Central sobre la fecha de cierre del presente Informe Mensual, muestra una salida neta de 8.443 millones de dólares en concepto de formación de activos externos por el sector privado no financiero. El total acumulado en los primeros nueve meses fue de 18.245 millones de dólares, que excede en un 60% la referida formación observada en los primeros nueve meses de 2010.

Las ventas del Banco Central, unidas a una disminución de los depósitos en dólares del sector privado por unos 1,3 miles de millones de dólares, concentrada en las primeras dos semanas de noviembre, terminó acelerando la caída de las Reservas Internacionales (5,4 miles de millones entre el 17 y el 14/11).

[1] Sistema especial de liquidación y custodia; tasa de interés de referencia del Banco Central do Brasil.

Los hechos señalados en el párrafo anterior constituyeron un factor de contracción de la Base Monetaria, que fue más que compensado con caída en el stock de Lebac (y otros instrumentos de esterilización), aumento en la utilización de Adelantos Transitorios por parte del Tesoro, entre otros factores.

De esa manera, la Base Monetaria siguió ascendiendo pero a un ritmo más amortiguado que el observado en los primeros siete meses del año, cuando crecía al 35% anual.

El abrupto aumento de la tasa Badlar resultó otro efecto del nuevo contexto, más allá que el crédito al sector privado, si bien experimentó una desaceleración, mantuvo un crecimiento del orden del 3% anual.

Cuadro 1.1
EXPANSIÓN DE LA BASE MONETARIA, PÉRDIDA DE RESERVAS Y COMPRA DE DÓLARES
(En miles de millones)

	17/7/11	17/9/11	15/11/11	Dif. 15/11-17/7
Base Monetaria	**184,1**	**190,2**	**195,3**	**11,2**
Lebac–Pases	94,0	91,6	83,5	**-10,5**
Pasivos Financieros	278,1	281,8	278,8	**0,7**
Ventas de dólares	----	1,9	5,4	**5,4**
Absorción por ventas	----	7,9	22,8	**22,8**
Adelantos Transitorios	44,2	48,2	53,2	**9,0**
Depósitos en dólares	15,7	15,8	14,2	**-1,5**
Depósitos privados en dólares	13,3	14,6	13,3	**0,0**
Reservas Internacionales	**52,0**	**48,6**	**46,6**	**-5,4**
Pasivos/Reservas	5,35	5,80	5,98	
R.L.D.	7,3	3,36	0,9	

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del BCRA.

1.6. La génesis del exceso de la demanda de dólares reconoce varios factores que, según el caso, influyen sobre la Cuenta Corriente y la Cuenta Capital del Balance de Pagos: i) elevada utilización de la capacidad instalada; ii) alta composición de bienes importados en los sectores más dinámicos de la industria; iii) moderado crecimiento de la inversión; iv) importaciones energéticas; v) percepción de parte de los agentes económicos de una relativa "baratura" del dólar; vi) aumento en la aversión al riesgo generalizado en los agentes económicos, motivado por factores tanto internos como externos, que promovió un aumento del ahorro y una profundización en el proceso de dolarización de portafolios. Los primeros cinco factores inciden en la Cuenta Corriente y los dos últimos en la Cuenta Capital.

La experiencia de los últimos años fue en fuerte superávit en la Cuenta Corriente –no menor a 2% del PBI– con fluctuaciones en la Cuenta Capital, lo que daba espacio a un aumento/estabilidad en el nivel de reservas. Esta tendencia se modificó en el año 2010, en el cual el superávit de la Cuenta Corriente se redujo al 0,8% del PBI y las reservas virtualmente no crecieron.

En el año 2011 una nueva baja de la Cuenta Corriente, acompañada de salida de capitales, culminó en la disminución del nivel de reservas; hasta que hacia la tercera semana de noviembre el stock se volvió virtualmente equivalente al valor en dólares de la Base Monetaria, al tipo de cambio vigente. En consecuencia, el ratio Pasivos Financieros/Reservas Internacionales siguió en aumento, hasta rondar 6,0.

En los últimos diez días de noviembre las tensiones cambiarias algo se mitigaron y, requerimientos administrativos a la compra/uso de divisas mediante, entraron en un *impasse*, en un contexto de mayor equilibrio en el mercado.

1.7. La restricción externa estrecha los márgenes de la política económica. Un contexto de desaceleración del crecimiento del crédito, tasas de interés elevadas –que la estacionalidad de diciembre podría impulsar aún más– tendría efectos adversos sobre la actividad económica, que ya muestra cierta desaceleración a juzgar por la evolución de los índices de producción industrial (*véase la sección 2.*). Más aún, un contexto monetario tenso dificultaría una corrección fiscal, como lo muestra la experiencia actual de las economías desarrolladas.

Una alternativa sería cambiar el eje de anclaje del sistema, del tipo de cambio al salario o al crecimiento del gasto público. En este caso, se trataría de desacelerar el crecimiento de esas variables a un entorno de 15%–20%, acompañándolas con una variación similar del tipo de cambio.

En ese sentido, en el Cuadro VII del Anexo Estadístico puede observarse que al mes de octubre el tipo de cambio real bilateral frente al dólar rondaba 1,18 (diciembre 2001=100), con una gradual pero persistente apreciación, estimable en el 30% acumulado desde el año 2007; frente al real en el mismo período la revaluación rondó el 15%, pero en gran parte se acumuló en los últimos meses.

Cuadro 1.2
SALDO DE LA CUENTA CORRIENTE DEL BALANCE DE PAGOS, TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO Y TIPO DE CAMBIO REAL

	Saldo en la Cta. Cte. (en % del PBI)	Térm. Intercambio (Base 1993=100)	Tipo de cambio real multilateral
1999	-4,2	96	1,04
2000	-3,2	106	1,04
2001	-1,4	105	1,00
2002	8,6	105	2,36
2003	6,3	115	2,28
2004	1,7	116	2,38
2005	2,6	114	2,32
2006	3,2	121	2,32
2007	2,7	126	2,54
2008	2,1	141	2,11
2009	3,7	141	2,36
2010	0,8	140	2,13
2011 (proyec.)	**0,2**	**148**	**2,00**

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC.

Debe considerarse que cuando alguno o varios de los factores que influyen sobre el tipo de cambio de largo plazo, como los términos de intercambio, situación de los vecinos y principales socios comerciales, tienen perspectivas menos favorables que en el pasado inmediato, ello hace aconsejable evitar ulteriores revaluaciones de la moneda local.

1.8. Una variable crucial respecto del tipo de cambio real es el crecimiento del gasto público, que se estima aumentó 35% en el año en curso –medido en moneda corriente–, lo que implicará un aumento del orden de 28% calculado en dólares.

Las medidas de reducción de subsidios a diferentes servicios públicos parecen destinadas, inicialmente, a disminuir el peso del gasto público. Queda claro que para los sectores afectados tiene un efecto contractivo como un aumento de la presión tributaria. En términos económicos, se supone que aumentaría el ahorro público –y disminuiría el déficit– a la vez que debería reducirse el ahorro privado.

No está claro en qué grado, cuando la medida se extienda, afectará el consumo de bienes y servicios en general. Debe tenerse presente que, según diversas encuestas, son relativamente pocos los hogares/familias que manifiestan "capacidad de ahorro". Si bien hay cierto grado de subjetividad en estas respuestas, lo cierto es que la quita de los subsidios de una sola vez y no gradualmente, considerando la baja elasticidad precio de los servicios involucrados (0,1–0,2) puede terminar provocando una caída de la demanda de bienes y servicios con una mayor elasticidad ingreso (menos indispensables).

Tampoco queda claro el impacto en los costos empresariales –y por ende en los precios–, así como su implicancia sobre las demandas salariales explícitas o implícitas. Estimaciones preliminares indican un módico impacto en los precios (3%–4%). En general, dichas estimaciones reposan en modelos de equilibrio general, que asumen la constancia en la velocidad de circulación del dinero, que deberá ser contrastada con lo que efectivamente ocurra.

En resumen, la quita de subsidios tendrá un efecto fiscal positivo, un efecto a estudiar sobre el crecimiento de la actividad económica y los precios, y otro presumiblemente menor en las cuentas externas (dada la ya citada baja elasticidad precio de la demanda, en particular de los servicios intensivos en energía).

1.9. El mes de diciembre es habitualmente el más complejo del año monetariamente. En 2011 en particular se ingresa luego de un proceso de desaceleración en el crecimiento de los agregados monetarios, que se prolongó desde mediados de julio hasta la fecha. La Base Monetaria, como se señaló anteriormente, pasó de crecer al 2,5% en los primeros siete meses a hacerlo al 1,3% entre julio y noviembre; los depósitos totales en pesos pasaron de crecer al 2,7% a hacerlo al 1,1% y los privados en pesos de 2,4% a 1,0%. La excepción fue el crédito al sector privado, que creció a 3,2% y 3,8%, o sea que, al contrario, aceleró su tasa de crecimiento, pese a que los bancos mantuvieron un nivel más que aceptable de integración de encajes.

La mencionada desaceleración en el crecimiento de los agregados monetarios pone en un marco más tenso a la liquidez, en un mes en el que la demanda de crédito aumenta y la caja de las empresas demanda recursos adicionales para el pago del medio aguinaldo.

Satisfacer esas necesidades adicionales puede provenir de diversas fuentes: i) un sector externo monetariamente más expansivo (mayor liquidación de divisas, mayores compras del BCRA); ii) uso de fondos acumulados en bancos (caída de depósitos en pesos); iii) mayor uso de crédito en pesos; iv) alargamiento en los plazos de pago.

Las últimas tres alternativas derivan en aumentar el costo de los fondos que, a su turno, puede provocar una reacción de la autoridad monetaria, desde no intervenir hasta involucrarse con diversas medidas como rescate de Lebac, participación activa de la banca pública en el mercado de *call*, etc.

Esta opción de involucrarse, el relajamiento, requerirá una ajustada articulación para las últimas semanas de enero y febrero cuando la propensión a retener efectivo baje y el multiplicador monetario suba. Allí la pregunta clave a responder, siempre en la eventualidad del relajamiento, será a que destino fluirán los pesos inyectados. Es posible que una parte sea absorbida por la desaparición de los subsidios, pero debe computarse también el impacto monetario del mayor gasto fiscal que también tiene lugar en diciembre/enero.

2. NIVEL DE ACTIVIDAD

2.1. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), indicador que anticipa la variación del PBI a precios constantes, registró en septiembre un crecimiento de 7,7% en comparación con igual mes de 2010.

Los valores de la serie original alcanzaron así un promedio de 194,2 para junio–septiembre de 2011, que comparado con igual trimestre del año pasado arroja un crecimiento de 8,0% para el tercer trimestre. Este porcentaje se encuentra levemente debajo de los correspondientes a la variación del Producto en los dos primeros trimestres, 9,9% y 9,1%.

Para el 16 de diciembre está prevista la difusión del Informe de avance del nivel de actividad del tercer trimestre, sobre cuya base se analizará el comportamiento de las cuentas nacionales de ese período.

2.2. El cuadro adjunto muestra los indicadores de la evolución del sector industria manufacturera.

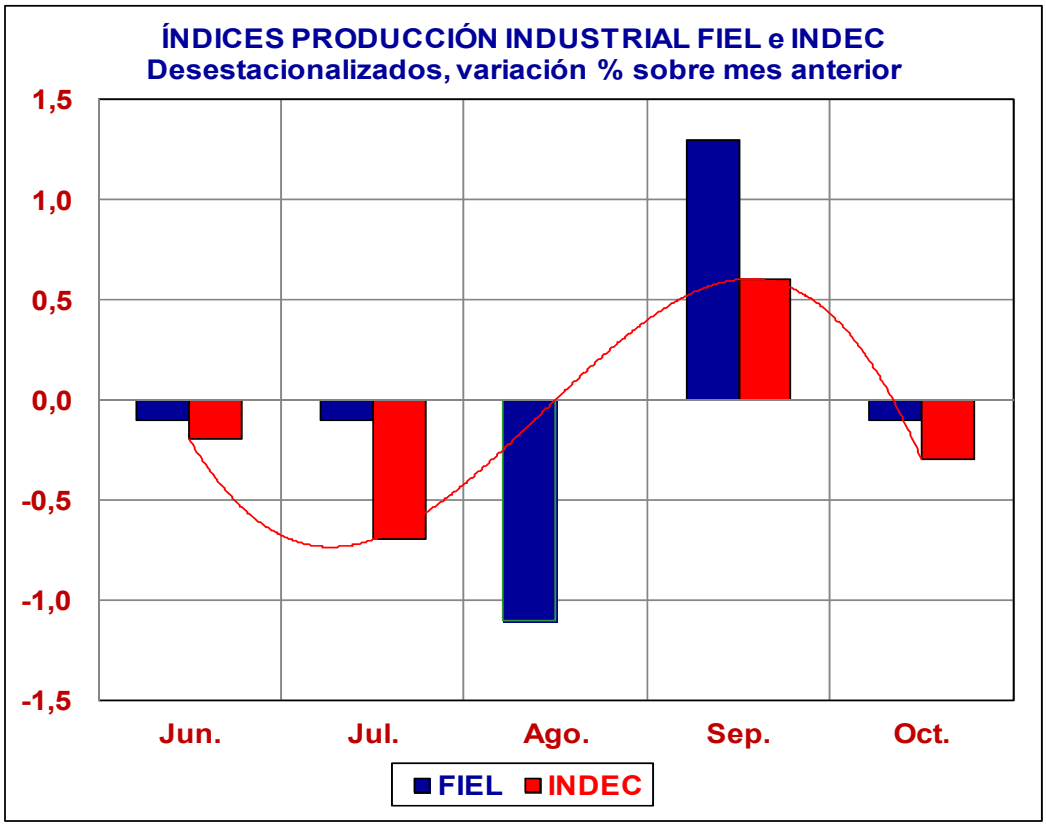
Cuadro 2.1
ÍNDICES PRODUCCIÓN INDUSTRIAL – FIEL e INDEC
(Tasas de variación %)

	FIEL	INDEC
Con estacionalidad		
Octubre 2011/Octubre 2010	5,9	4,1
10 meses 2011/10 meses 2010	4,6	7,4
Sin estacionalidad		
Junio 2011/Mayo 2010	-0,1	-0,2
Julio 2011/Junio 2010	-0,1	-0,7
Agosto 2011/Julio 2010	-1,1	0,0
Sept. 2011/Agosto 2010	1,3	0,6
Oct. 2011/Sept. 2010	-0,1	-0,3
Sin estacionalidad acumulado	**-0,1**	**-0,6**

FUENTE: elaborado sobre la base datos de FIEL (23-11-2011) e INDEC (30-11-2011).

Si bien la tasa interanual de FIEL en octubre supera a la de los primeros 10 meses y la de INDEC está debajo de ese acumulado, e independientemente de los diferentes ritmos de crecimiento, en ambas series sin estacionalidad de los últimos cinco meses se aprecian tasas de variación mensuales en el entorno de cero, acumulando descensos de 0,1% y 0,6% respectivamente, lo que denota cierta desaceleración en la producción industrial.

En la página siguiente se grafica la evolución de las tasas mensuales, permitiendo visualizar este concepto.



FUENTE: ídem anterior.

2.3. El porcentaje de utilización de la capacidad instalada en la industria, indicador elaborado por INDEC, llegó en octubre a 80,1%, debajo del porcentaje de septiembre (83,6%) pero superando al de octubre del año pasado, que fue 79,2%.

Encabeza el ranking Industrias metálicas básicas (86,5%), seguido de Minerales no metálicos, Sustancias y productos químicos y Productos alimenticios y bebidas, este último con 83,3%.

3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

3.1. El cuadro adjunto actualiza las tasas de actividad, empleo y desocupación hasta el tercer trimestre del corriente año, de acuerdo con la información proveniente de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH).

Cuadro 3.1
PRINCIPALES INDICADORES DEL MERCADO DE TRABAJO
Total 31 aglomerados urbanos
(En tasas % y diferencia en puntos porcentuales)

	Actividad (1)	Empleo (2)	Empleo Dif. anuales p. p.	Desocupación (3)
II 2007	46,3	42,4	**0,6**	8,5
III 2007	46,2	42,4	**0,8**	8,1
IV 2007	45,6	42,1	0,0	7,5
I 2008	45,9	42,0	0,3	8,4
II 2008	45,9	42,2	-0,2	8,0
III 2008	45,7	42,1	-0,3	7,8
IV 2008	46,0	42,6	0,5	7,3
I 2009	46,1	42,3	0,3	8,4
II 2009	45,9	41,8	-0,4	8,8
III 2009	46,1	41,9	-0,2	9,1
IV 2009	46,3	42,4	-0,2	8,4
I 2010	46,0	42,2	-0,1	8,3
II 2010	46,1	42,5	0,7	7,9
III 2010	**45,9**	**42,5**	**0,6**	**7,5**
IV 2010	45,8	42,4	0,0	7,3
I 2011	45,8	42,4	0,0	7,4
II 2011	46,6	43,2	0,7	7,3
III 2011	**46,7**	**43,4**	**0,9**	**7,2**
III 11 menos II 11	**0,1**	**0,2**		-0,1
III 11 menos III 10	**0,8**	**0,9**		**-0,3**

(1) **Tasa de actividad**. Población Económicamente Activa (PEA, población ocupada más población desocupada que está buscando trabajo activamente) dividida por la Población total urbana. **Constituye una aproximación de la oferta laboral por parte de los trabajadores.**

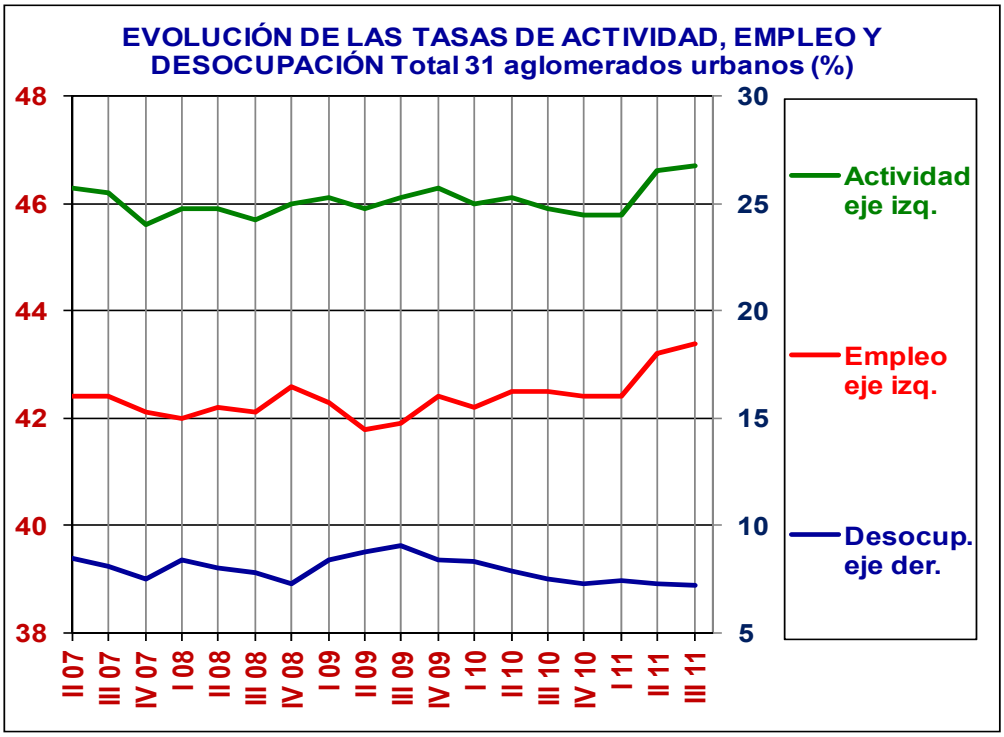
(2) **Tasa de empleo.** Población ocupada dividida por la Población total urbana. La población ocupada se define como las personas que tienen por lo menos una ocupación, es decir que en la semana de referencia ha trabajado como mínimo una hora (en una actividad económica). **La tasa de empleo es representativa de la demanda laboral ejercida por las empresas.**

(3) **Tasa de desocupación.** Población desocupada (población que busca trabajo activamente) dividida la PEA.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, *Encuesta permanente de hogares. Mercado de trabajo, principales indicadores. Resultados del tercer trimestre de 2011* (21-11-11 y anteriores).

La tasa de actividad del Trim. III 2011 (46,7%) supera la del trimestre inmediato anterior, a la del Trim. III 2010 y a la de los anteriores registros del Cuadro 3.1. Similar circunstancia se dio en la tasa de empleo (43,4%). Así, la tasa de desocupación (7,2%) fue la menor en el período considerado.

3.2. El gráfico adjunto permite visualizar la relación entre las tres variables bajo análisis.



FUENTE: ídem anterior.

El crecimiento de la tasa de empleo en los Trim. II y III, consecuencia de una mayor demanda laboral generada en los empleadores, fue compensado por una más elevada oferta laboral por parte de los trabajadores, lo cual generó un leve descenso de la tasa de desocupación al ritmo de una décima de punto por trimestre.

Se aprecia en el gráfico la recuperación de las tasas de empleo y de actividad en los referidos trimestres, luego de varios años de relativo estancamiento.

3.3. FIEL destaca la tendencia del crecimiento del empleo público por sobre el privado desde el año 2003, con una variación porcentual 2003-2011 de 43,6% y 21,8%, respectivamente. *(Indicadores de Coyuntura, noviembre de 2011)*

La desagregación del aumento del empleo público es la siguiente: Nación, 30,3%; Provincias, 39,2%; Municipios, 64,7%; Empresas públicas y bancos oficiales (incluyendo estatizadas como Correo Argentino, Aysa y Aerolíneas Argentinas), 185,2%.

3.4. En el Cuadro 3.2 se calcula la elasticidad de arco Empleo/PBI, indicador que mide la variación del empleo frente al cambio de un punto porcentual en el PBI.

Cuadro 3.2
ELASTICIDAD EMPLEO/PRODUCTO
31 aglomerados EPH
(En miles de personas y variación %)

	Ocupados (miles)	Ocupados Var. interanual % (1)	PBI Var. interanual % (2)	Elasticidad de arco (1)/(2)
2006	**9.874**	**4,5**	**8,5**	**0,53**
2007	10.190	3,2	8,7	0,37
2008	10.316	1,2	6,8	0,18
2009	10.370	0,5	0,9	0,56
I 2010	10.467	0,8	6,8	0,12
II 2010	10.544	2,6	11,8	0,22
III 2010	**10.584**	**2,4**	**8,6**	**0,28**
IV 2010	10.593	1,0	9,2	0,11
I 2011	10.605	1,3	9,9	0,13
II 2011	10.823	2,6	9,1	0,29
III 2011	**10.882**	**2,8**	**8,0**	**0,35**

NOTA: menores valores de elasticidad requieren más elevadas tasas de crecimiento del PBI para obtener similares aumentos en el empleo, aunque implica una mayor productividad del factor trabajo.

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

En el Trim. III 2011 la cantidad de ocupados que surge de la población de referencia del área cubierta por la EPH aumentó 2,8% en términos interanuales. Dado el crecimiento del PBI de 8,0% según el adelanto del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), la Elasticidad Empleo/Producto se elevó a 0,35 superando la de los anteriores trimestres.

4. FINANZAS PÚBLICAS

4.1. La recaudación tributaria en noviembre ascendió a 47.276 millones de pesos, con un incremento interanual de 29,9% respecto del mismo mes del año 2010. A su turno, la recaudación acumulada en los primeros once meses del año ascendió a 491.221 millones con un incremento interanual de 32,1%.

En noviembre en particular se destacó el aumento de 41,9% en la recaudación del IVA y de 43,8% en la del Impuesto a las Ganancias.

4.2. El resultado financiero de octubre arrojó un déficit de 3,0 miles de millones de pesos, levemente superior al observado en el mismo mes del año 2010 (2,6 miles de millones); excluyendo ingresos extraordinarios de BCRA y de ANSES, el déficit de octubre pasado subió a 6,3 miles de millones de pesos (5,9 miles en el mes homólogo de 2010).

Cuadro 4.1
SECTOR PÚBLICO FINANCIERO
(En miles de millones de pesos)

	2011				2010			
	III	II	I	Octubre	III	II	I	Octubre
1. Recursos	115,9	108,9	91,9	40,3	92,5	83,8	69,8	31,6
1.1. Normales	109,2	104,3	88,5	37,0	85,1	80,1	65,7	28,3
1.2. Extraordinarios	6,7	4,6	3,4	3,3	7,4	3,7	4,1	3,3
2. Gasto Primario	114,6	102,8	87,1	39,9	82,6	76,2	66,4	28,6
3. Resultado Primario	1,3	6,1	4,8	0,4	2,5	7,6	3,4	-0,3
3.1 Res. Prim. Corregido	-5,4	1,5	1,4	-2,9	-4,9	3,9	-0,7	-3,6
4. Intereses	4,4	7,9	5,2	3,4	5,0	6,4	4,5	2,3
5. Resultado Financiero	-3,1	-1,8	-0,4	-3,0	-2,5	1,3	-1,1	-2,6
6. Resultado Financ. Correg.	-9,8	-6,4	-3,8	-6,3	-9,9	-2,5	-5,2	-5,9
7. Gasto Corriente	97,0	90,8	76,5	34,3	71,0	65,1	5,7	23,5
8. Gasto de Capital	17,6	12,0	10,6	5,6	11,6	11,1	8,6	4,8

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

En los primeros 10 meses del año el Resultado financiero arroja un déficit de 8,3 miles de millones. El Resultado financiero corregido, excluyendo ingresos extraordinarios, pasa a -26,3 miles de millones de pesos (23,5 miles de millones en los primeros 10 meses de 2010).

Cabe señalar que en octubre el gasto primario creció 39,5% y en los primeros diez meses lo hizo 35,8% (siempre respecto de períodos equivalentes del año 2010). Los recursos normales aumentaron 30,7%, lo que explica el aumento del déficit.

5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO

5.1. Las restricciones del fisco al acceso al mercado de cambios, así como acciones destinadas a demorar operaciones comerciales que implican uso de divisas e impulsar la liquidación, hizo que en la segunda mitad del mes de noviembre el BCRA volviera a transformarse en adquirente, luego de haber vendido 5,4 miles de millones de dólares desde mediados de julio. Pese a ello, en parte debido a pagos de deuda y en parte a la caída del stock de depósitos en dólares (que afecta a los encajes en esa moneda que se computan en las reservas del BCRA) el nivel de Reservas internacionales descendió al entorno de 46,0 miles de millones de dólares, con una pérdida de 6,2 miles de millones en doce meses (y también en los primeros once meses de 2011).

La cotización del dólar en el mercado oficial se depreció alrededor de 1% en el mes.

5.2. La Base Monetaria, como promedio mensual de saldos diarios, creció 1,7% en noviembre, luego de haberlo hecho solamente 0,6% en octubre y 0,8% en septiembre. Como se explicó, el aumento de la Base ha sido financiado, en parte, con caída en el stock de Lebac, Nobac y Pases Pasivos. De hecho, y por primera vez en mucho tiempo, los Pasivos Financieros del BCRA cayeron, 0,7% en octubre y 0,8% en noviembre.

A su turno, los depósitos totales en pesos crecieron 0,8% en noviembre en relación al mes previo, registro similar al observado en octubre respecto de septiembre. Se verificó una baja de 2,0% en los depósitos vista, estabilidad en las colocaciones en caja de ahorro y aumento de 2,3% en los depósitos a plazo fijo; entre julio y hasta noviembre, los depósitos en pesos crecieron solo 5% o sea 1,2% mensual acumulativo, que debe compararse con el 2,7% mensual en que habían crecido los primeros siete meses del año.

Cabe señalar que los depósitos privados en pesos crecieron en noviembre 2,2%, luego de haber caído 0,4% en octubre.

A su vez, la caída de los depósitos en moneda extranjera –del orden del 12% en noviembre– implicaron una significativa reducción para los depósitos totales privados y, por cierto, para la capacidad prestable del sistema, que se financia con este tipo de depósitos.

Ello no fue óbice para que los préstamos al sector privado continuaran creciendo (2,8%) aunque a un ritmo más moderado que en meses previos (3,7% en octubre). Está claro que la tasa de interés reaccionó violentamente ante las nuevas condiciones del mercado, alcanzando el 20% la tasa Badlar bancos privados.

6. SECTOR EXTERNO

6.1. El cuadro adjunto desarrolla la evolución los índices de precios de exportación, importación y Términos del intercambio, desde el primer trimestre de 2007 hasta el tercero del corriente año.

Cuadro 6.1
ÍNDICES DE PRECIOS DE EXPORTACIÓN, IMPORTACIÓN Y DE TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO
(Base 1993 = 100)

	Exportación	Importación	Term. Intercam.
I 2007	125,7	102,0	123,2
II 2007	129,8	103,8	125,0
III 2007	133,6	111,6	119,7
IV 2007	147,4	107,5	137,1
I 2008	165,0	110,5	149,3
II 2008	171,2	122,4	139,9
III 2008	174,7	125,9	138,8
IV 2008	153,2	112,7	135,8
I 2009	141,8	107,5	131,9
II 2009	150,2	102,3	146,8
III 2009	144,2	104,0	138,7
IV 2009	146,9	101,8	144,3
I 2010	150,9	105,9	142,5
II 2010	152,4	113,3	134,4
III 2010	**152,3**	**110,3**	**138,1**
IV 2010	160,4	108,7	147,6
I 2011	178,1	117,0	152,2
II 2011	184,6	121,9	151,4
III 2011	**181,9**	**126,0**	**144,4**
III 11/II 11 %	**-1,5**	3,4	**-4,6**
III 11/III10 %	19,4	14,2	4,6

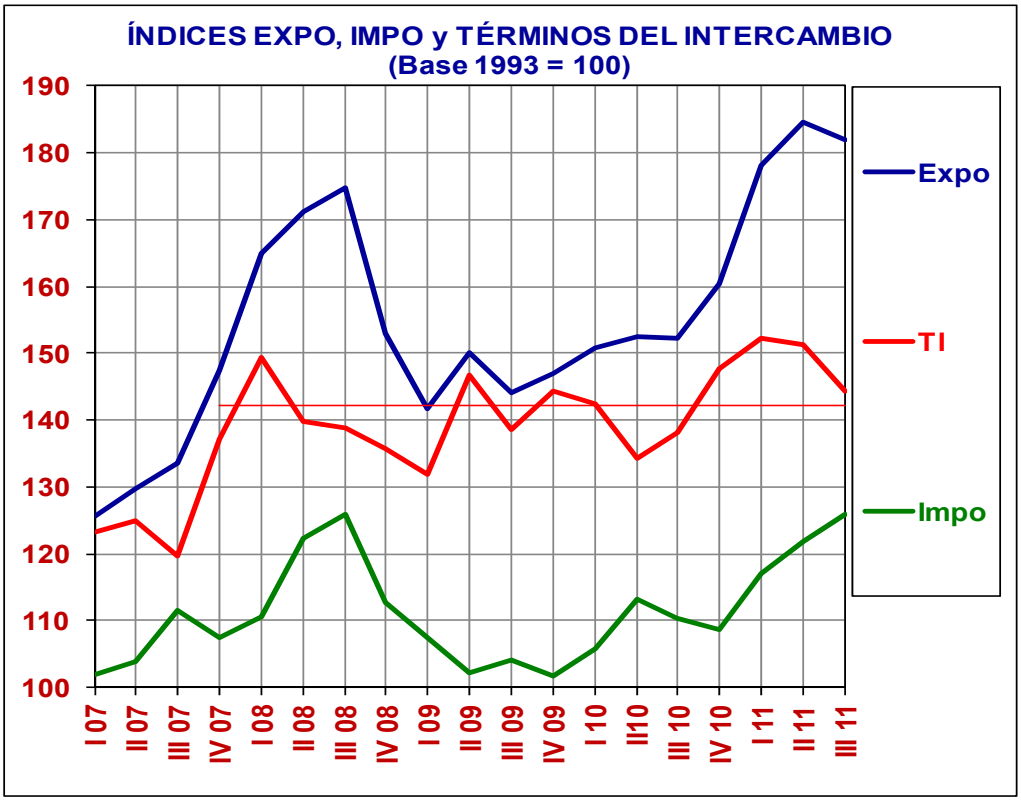
NOTA: en estos índices de precios se utilizan ponderaciones móviles tipo Paasche, de modo que solamente las comparaciones con el período base de 1993 reflejan cambios puros de precios; en los demás casos además evidencian modificaciones en la participación en el nivel general.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC (9-11-2011).

En primer lugar, deben destacarse los elevados valores alcanzados por las tres series en comparación con el punto de partida del Sistema de Cuentas Nacionales año Base 1993, con un crecimiento de los precios de exportación e importación de 81,9% y 26,0%, respectivamente. El índice Términos de Intercambio (TI), que surge de dividir el índice de precios de exportación por el de importación, registró así un avance de 44,4%.

En particular, en el tercer trimestre del corriente año el índice de precios de exportación superó en 19,4% el nivel de igual período del año anterior, **aunque descendiendo 1,5% respecto del segundo trimestre de 2011.** Los precios de importación se incrementaron interanualmente 14,2%, con un alza de 3,4% en comparación con el período inmediato anterior. Por lo tanto, el TI registró un avance interanual de 4,6%, **aunque retrocediendo igual porcentaje respecto del segundo trimestre,** como puede verse en el referido cuadro.

El gráfico adjunto permite visualizar la evolución de estas tres series desde el Trim. I 2007.



NOTA: Véase el Trabajo de investigación Nº 38 (abril de 2011), *Intercambio comercial argentino*, sección 2, Cuadro 2.1 y gráficos posteriores, con datos del período 1910–2010.

FUENTE: ídem anterior.

Los índices de precios de exportación e importación habían alcanzado un máximo relativo en el Trim. III 2008, seguido de un fuerte descenso derivado de la crisis financiera internacional, con una recuperación posterior que superó aquel pico. Se aprecia el referido leve retroceso del primero en el Trim. III 2011 luego del máximo en el anterior trimestre, **en tanto que el segundo continuó su ascenso.**

Entre los dos máximos relativos, el gráfico muestra el profundo valle que dejó la crisis financiera internacional.

Dada la correlación entre las series de exportación e importación, lógicamente a distintos niveles, desde el Trim. IV 2007 el **índice TI fue oscilando con cierta volatilidad alrededor del promedio de 142,1** (la línea recta), un par de puntos debajo del valor del último trimestre.

6.2. El Cuadro 6.2 de la página siguiente desagrega los índices de precios de exportación e importación, en cada caso según grandes rubros y usos económicos, para determinar las variaciones del Trim. III 2011 respecto del inmediato anterior e interanuales.

Cuadro 6.2
ÍNDICES DE PRECIOS DE EXPORTACIÓN e IMPORTACIÓN
Según grandes rubros y usos económicos, respectivamente

	Base 1993 = 100			Variación %	
	Trim. III 2011	Trim. II 2011	Trim. III 2010	III 11/II 11	III 11/III 10
Exportaciones	**181,9**	**184,6**	**152,3**	**-1,5**	**19,4**
Productos primarios	220,1	225,3	165,2	-2,3	**33,2**
Manufac. origen agropecuario	197,1	204,5	160,5	**-3,6**	22,8
Manufac. origen industrial	134,5	134,4	122,0	0,1	10,2
Combustibles y energía	**592,0**	608,2	415,5	-2,7	**42,5**
Importaciones	**126,0**	**121,9**	**110,3**	**3,4**	**14,2**
Bienes de capital	75,7	70,4	67,6	7,5	12,0
Bienes intermedios	**183,6**	178,8	157,9	2,7	16,3
Combustibles y lubricantes	**522,3**	529,9	359,4	-1,4	**45,3**
Piezas y acc. Bienes de capital	91,9	95,5	97,1	**-3,8**	-5,4
Bienes de consumo	113,0	113,6	106,6	-0,5	6,0

FUENTE: ídem anterior.

En la primera columna numérica debe puntualizarse la amplia dispersión, respecto de los correspondientes niveles generales, en los valores absolutos alcanzados en determinados ítems comparando con el año base 1993.

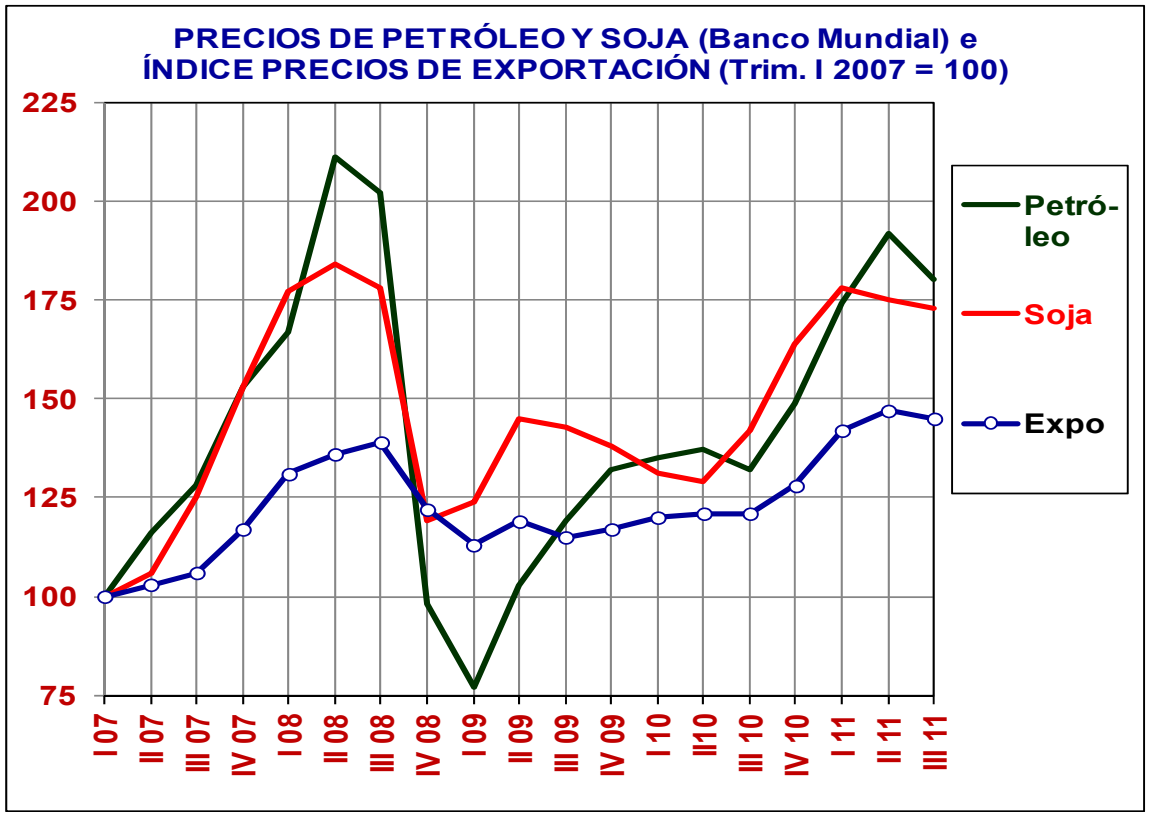
Una diferencia extremadamente significativa se presenta en Combustibles, tanto en exportaciones e importaciones, mientras que en estas últimas se destaca Bienes intermedios.

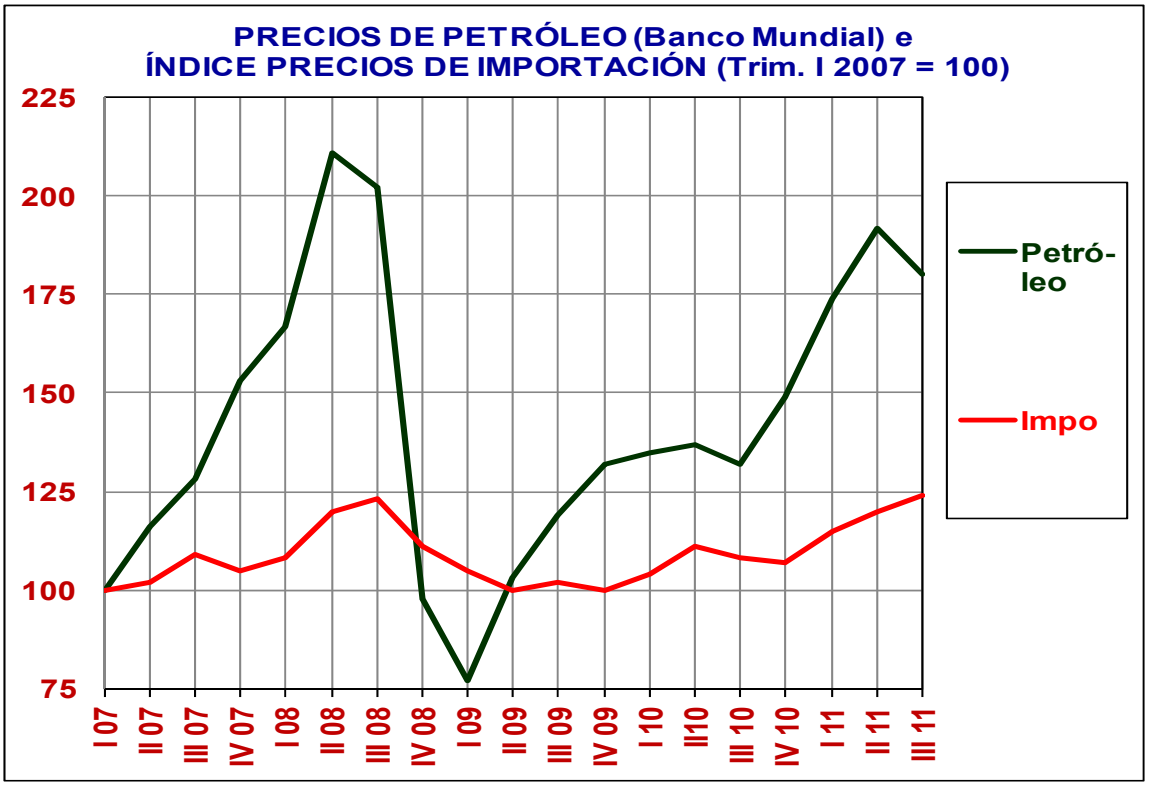
En la comparación con el Trim. II 2011 surge una mayor baja en Manufacturas de origen agropecuario (MOA) y en Piezas y accesorios para bienes de capital. **A nivel interanual vuelven a destacarse ambos conceptos de Combustibles, con una mejora en Productos primarios, como era de esperar.**

6.3. En el primer gráfico de la página que sigue se comparan los precios internacionales de petróleo y soja con el índice de precios de exportación antes referido, en tanto que en el segundo se coteja el petróleo con el índice de precios de importación. En ambos casos, las series se recalcularon en Base Trim. I 2007 = 100.

En el primero, **queda de relieve la relativa correlación entre los precios de petróleo y soja,** aun cuando ésta es menos volátil. Entre puntas, ambas series crecieron 80% y 73%, respectivamente. Salvo el bache del petróleo en Trim. I 2009, el índice de precios de exportación recorre con menor volatilidad un sendero más bajo (45% en igual comparación), constituyendo las otras dos series un factor de impulso al alza.

En el segundo gráfico se aprecia de manera más evidente el factor alcista del petróleo sobre el índice de precios de importación, punto clave cuando el balance energético local resulta deficitario.





FUENTE: en soja (CIF Rotterdam) y petróleo, *World Bank Commodity Price Data;* índices INDEC (9-11-2011).

6.4. Avanzando en el cuarto trimestre, el siguiente cuadro muestra la evolución de los precios internacionales de soja, trigo y maíz hasta noviembre último.

Cuadro 6.3
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	456	297	277
Promedio 11 meses 2011	**519**	**337**	**298**
Prom. 11 m. 2011/Prom. 2010 (%)	24,8	35,3	51,3
Cierre noviembre (30-11-2011)	445	285	264

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca.

Las cotizaciones promedio de noviembre se encuentran debajo del promedio de octubre, con soja en -3,6%, trigo -1,0% y maíz sin cambios. **El promedio de once meses supera ampliamente el promedio anual de 2010 en todos los granos, sobre todo en trigo y maíz, como puede verse en el Cuadro 6.3.** Los precios de cierre al 30-11-2011 son moderadamente inferiores al promedio de noviembre, -2,4% en soja, -4,0% en trigo y -4,7% en maíz.

6.5. En materia de perspectivas respecto de la evolución del precio de la soja, en la presente sección se formulará un ejercicio numérico hipotético, **que consiste en suponer que los valores del Trim. IV de 2011 perdurarán como promedio del año 2012,** criterio ya expuesto en Escenarios 2012 (13-10-2011).

Teniendo como dato el precio de octubre–noviembre puede estimarse que el cuarto trimestre en promedio se ubicará en 457 USD/Ton. FOB Golfo, con lo cual el promedio de 2011 sería de 513 USD/Ton. De esta manera, dividiendo el promedio de 2012 así estimado con el del corriente año (457/513) **el resultado sería un descenso de 11%.**

En realidad, esta baja pueda caracterizarse como "arrastre estadístico", dado que el nivel del último trimestre es inferior al promedio anual de 2011.

Obviamente, este valor resulta contingente al grado de volatilidad de los productos financieros asociados ("*financialization" of commodities*), a la evolución de la crisis europea, cambios climáticos inesperados, entre otros.

6.6. En este sentido, el cuadro que se inserta en la presente sección incluye las proyecciones de precios de los granos antes mencionados, difundidas por el Banco Mundial. A título comparativo, se incluye la evolución del precio de petróleo e hierro.

Cuadro 6.4
PRECIOS SOJA y DERIVADOS, TRIGO, MAÍZ, PETRÓLEO e HIERRO
2010 – 2012
(En dólares por tonelada, por barril y variaciones porcentuales)

	Soja (1)	Harina soja (2)	Trigo (3)	Maíz (4)	Petróleo (5)	Hierro (6)
2010	450	378	224	186	79,0	145,9
2011	550	410	320	295	103,2	167,0
2012	480	350	280	250	93,7	130,0
2011/2010 (%)	22,2	8,5	42,9	58,6	30,6	14,4
2012/2011 (%)	**-12,7**	**-14,6**	**-12,5**	**-15,3**	**-9,2**	**-22,0**
2012/2010 (%)	6,7	-7,4	25,0	34,4	18,6	-11,0

(1) *Soybeans (US), **c.i.f. Rotterdam**, USD/mt.*
(2) *Soybean meal (any origin), c.i.f. Rotterdam, USD/mt.*
(3) *Wheat (US), Nº 1, hard red winter, f.o.b Gulf ports, USD/mt.*
(4) *Maize (US), Nº 2, yellow, f.o.b Gulf ports, USD/mt.*
(5) *Crude oil, average spot price of Brent, Dubai and West Texas Intermediate, equally weighed, USD/bbl.*
(6) *Iron ore (any origin), spot price, c.f.r. China, USD/dmt.*

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de *World Bank, Price Forecasts (November 17, 2011).*

Según la referida fuente, los resultados están basados en un modelo econométrico que explica el precio de los granos en función del costo de los factores y las condiciones meteorológicas; otras variables incluyen tipos de cambio, tasas de interés, crecimiento del ingreso y cambio tecnológico.

En las proyecciones para 2012 se prevé una baja en el precio de los granos respecto del corriente año, de -12,7% en el caso de soja, porcentaje que se acerca al -11% estimado en la sección 6.5.

A pesar de aquel descenso, comparando 2012 con 2010 se mantiene una leve mejora en el caso de soja y una muy elevada en trigo y maíz, dada su fuerte suba en la primera parte del corriente año.

El precio del petróleo descendería menos que los granos en 2012/2011, en tanto que en 2012/2010 se ubicaría entre soja y trigo–maíz, dadas las diferentes performances relativas en 2011. Por otra parte, el precio del hierro es el que descendió más fuertemente en las anteriores comparaciones, resultando negativa la variación entre puntas.

6.7. En materia de intercambio comercial, las exportaciones totalizaron en octubre 7.528 millones[2], creciendo 28% en comparación con igual mes del año anterior. Las importaciones llegaron a 6.306 millones, con un incremento interanual de 27%, inferior al promedio de diez meses de 35% (*en el Cuadro 6.5 se desagrega este rubro*). Así, el saldo comercial de octubre fue de 1.222 millones, 285 millones más que en igual mes de 2010.

En el acumulado, exportaciones e importaciones fueron 71.081 millones y 61.697 millones, respectivamente, lo cual implica una Balanza Comercial positiva en 9.384 millones, 1.804 millones inferior a los diez meses del año pasado.

La Balanza Energética registró un saldo de -2.931 millones en el período enero–octubre, con exportaciones por 5.152 millones y exportaciones por 8.083 millones, en este caso con una variación de 113% respecto de igual período de 2010.

Cuadro 6.5
IMPORTACIONES DE OCTUBRE DESAGREGADAS
(En millones de dólares, estructura y variaciones porcentuales interanuales)

	Mill. USD	Estruct.	%
Total	**6.306**	**100**	**27**
Bienes de capital	1.169	19	17
Bienes intermedios	**2.002**	**32**	25
Combustibles y lubricantes	522	8	**109**
Piezas y acc. para Bienes de capital	1.346	21	25
Bienes de consumo y resto	754	12	25
Vehículos automotores de pasajeros	513	8	24

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC (22-11-2011).

En la referida información se detallan los rubros más significativos en el mes de octubre:

Bienes de capital: chasis con motor y cabina para transporte de mercancías, tractores de carretera para semirremolques, computadoras para procesamiento de datos, vehículos para transporte de mercancías, bombas centrífugas.

Bienes intermedios: tubos soldados para oleoductos y gasoductos, alúmina calcinada, abonos con nitrógeno y fósforo, glifosato, mezclas de urea con nitrato de amonio, minerales de hierro, palanquilla de hierro o acero y semielaborados de hierro, acero sin alear.

Combustibles y lubricantes: gas natural licuado, gas natural en estado gaseoso, gasoil, querosenos de aviación, gasolinas excluidas de aviación.

Piezas y accesorios para bienes de capital: circuitos impresos con componentes eléctricos, partes para aparatos receptores de radiotelefonía y televisión, partes para aparatos eléctricos de radiotelefonía, cajas de cambio, partes y accesorios de carrocerías de vehículos automotores, pantallas para microcomputadoras portátiles.

Bienes de consumo: motocicletas, fungicidas, manufacturas de plástico.

Vehículos automotores de pasajeros: en su mayoría provenientes de Brasil.

[2] A partir de este punto, cuando se dice "millones" debe interpretarse "millones de dólares".

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	Trim. II 126,4	Trim. II 998	Trim. II 184,6
	Mayo	146,85			
	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 ($) *(a)*	Reservas Líquidas (U$S) *(b)*	*[(a)/(b)] x 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 pases pasivos.

(1) Estimación preliminar propia.

Cuadro VI. AGREGADOS MONETARIOS

Año	Mes	Base Monetaria Amplia	M_1	M_3
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	1,23
Junio	1,22
Julio	1,21
Agosto	1,20
Septiembre	1,19
Octubre	**1,18**

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 Nº 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.