

LA SEMANA EN POCAS PALABRAS

Culmina el 2011 y los últimos datos económicos conocidos dejan entrever, a trazo grueso, algunas de las tendencias previstas para el año que comienza.

En materia de comercio exterior, el superávit comercial de noviembre duplicó el de año atrás, en un contexto de recrudescimiento de las trabas comerciales (las importaciones crecieron sólo un 12% interanual, casi un tercio de lo acumulado en el año). Como resultado, el 2011 apunta a finalizar con un saldo comercial de USD 10.500 millones (-11% a/a), superior al esperado hace unos meses, tanto por los analistas privados como por el propio gobierno (el Presupuesto Nacional enviado al Congreso incluyó un superávit de USD 9.035 millones para este año).

Paralelamente, tras la aplicación del “cepo cambiario” y las señales oficiales a favor de cierta estabilidad del tipo de cambio, la fuga de capitales privados se moderó drásticamente en diciembre y el Banco Central comenzó a recuperar parte de las Reservas Internacionales perdidas en los meses previos. Claramente, ante la efectividad de estas medidas para “cuidar los dólares”, todo indica que las restricciones a las importaciones y a la compra de divisas llegaron para quedarse.

Puesto en otros términos, aunque la dinámica reciente no sea suficiente para evitar que el 2011 culmine como el primer año con una caída de Reservas Internacionales desde el 2002 y con un saldo de Cuenta Corriente nulo en términos del PIB (coincidiendo – casualmente- con el retorno a una paridad “1 a 1” del tipo de cambio real contra el dólar, al cumplirse 10 años del abandono de la Convertibilidad), lo cierto es que los controles otorgan un mayor margen de maniobra de cara a 2012 en materia del manejo de las cuentas externas.

En términos fiscales, el superávit primario experimentó una fuerte baja en noviembre (cayó 84% a/a), consolidando el deterioro observado a lo largo de todo el año. Sin embargo, ante un incremento más lento de los ingresos (y –sobre todo- pasadas las elecciones), el gobierno comenzó a sacar el pie del acelerador del gasto, algo que parece anticipar lo que podría venir en 2012. Aún así, sólo la ANSES muestra un resultado superavitario dentro del Sector Público, panorama que difícilmente cambie el año próximo.

En cuanto al nivel de actividad, de acuerdo a las estimaciones oficiales, el crecimiento que acumula la economía en 2011 se mantiene en las mismas “tasas chinas” que mostró durante el 2010 y previo a la crisis de 2008-09 (el PIB-INDEC creció 9,3% en el tercer trimestre, acumulando en lo que va del año una expansión de 9,4%). Los indicadores privados, en tanto, reflejan moderación en el crecimiento, con un alza de 5,4% en el tercer trimestre (5,8% en el acumulado del año).

Es probable que esta brecha entre los distintos indicadores persista en 2012, aunque en ambos casos con una desaceleración, habida cuenta que el próximo año perderían impulso los cuatro elementos que alentaron el fuerte crecimiento en los últimos años: 1) una moneda subvaluada; 2) precios de los commodities crecientes; 3) tracción de Brasil a la industria; y 4) un gasto público en ascenso.

Por último, en términos inflacionarios, los indicadores privados de precios volvieron a mostrar una desaceleración en noviembre, aunque con un alza superior al 20%. En 2012, la inflación podría mantenerse en torno a estos niveles, aunque con un reajuste de precios relativos, donde la menor presión alcista de las materias primas (alimentos) podría ser compensada por los efectos de la eliminación de subsidios a los servicios públicos.

CONTENIDOS

Comercio Exterior: Superávit mayor al esperado - Pág. 2

Balance de Pagos: Fin de un ciclo - Pág. 4

Resultado Fiscal: En baja, pese al ajuste post electoral - Pág. 6

Actividad: Se amplía la brecha entre las mediciones oficiales y privadas - Pág. 8

Inflación: Desacelerando, aunque todavía por encima del 20% - Pág. 10

La Marcha de los mercados - Pág. 12

Estadístico - Pág. 14

INFORME ECONÓMICO SEMANTAL

Nº 170 – 23 de diciembre de 2011

Estudios Económicos
estudioseconomicos@bancociudad.com.ar
Prensa
prensa@bancociudad.com.ar
Banco Ciudad de Buenos Aires
www.bancociudad.com.ar

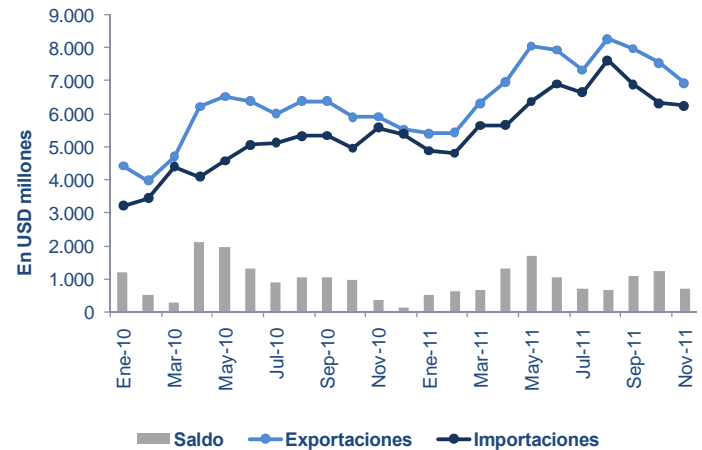
COMERCIO EXTERIOR: SUPERAVIT MAYOR AL ESPERADO

El superávit comercial totalizó USD 684 millones en noviembre, el doble que un año atrás. En noviembre, las exportaciones sumaron USD 6.920 millones, registrando un aumento interanual (a/a) del 17%. Este incremento se explicó, en gran medida, por: 1) el arrastre de los altos precios internacionales a los que se comercializó la última cosecha agrícola (los precios de las exportaciones de productos primarios registraron un alza de 23% a/a); y 2) a que las exportaciones industriales no se vieron afectadas - hasta el momento - por la desaceleración económica en Brasil, principal destino de las ventas externas de este tipo de productos (crecieron un 21% en noviembre). Las importaciones, en tanto, totalizaron USD 6.236 millones, con un alza de apenas 12% a/a, desacelerándose por tercer mes consecutivo, en un contexto de recrudescimiento de las trabas comerciales (de hecho, las compras externas evidencian una contracción en términos absolutos, de 18% desde su pico de agosto).

Con estos datos, el año apunta a finalizar con un saldo de USD 10.500 millones (-11% a/a), superior al esperado hace unos meses. La balanza comercial ya acumula USD 10.067 millones en lo que va del año, superando tanto las proyecciones privadas para todo el 2011 (USD 9.900 millones, de acuerdo al último Relevamiento de Expectativas de Mercado - REM - realizado por el BCRA), como las previsiones oficiales incluidas en el Presupuesto Nacional 2012 (USD 9.035 millones). Considerando la última información disponible, nuestras estimaciones contemplan exportaciones por USD 84.500 millones (24% a/a) e importaciones por USD 74.000 millones (31% a/a), lo que arrojaría un superávit comercial de USD 10.500 millones.

En el corriente año, el complejo agroindustrial brindó el principal impulso a las exportaciones, a la vez que las compras de combustibles e insumos industriales traccionaron las importaciones. En los primeros 11 meses de 2011, el 60% de las exportaciones correspondieron a Productos Primarios (PP) y Manufacturas de Origen Agroindustrial (MOA), las cuales se vieron beneficiadas por los altos precios internacionales vigentes al momento de pactarse las ventas de la última cosecha (los precios de las exportaciones de PP y MOA acumulan un crecimiento de 31% y 24%, respectivamente, el cual explica casi la totalidad del alza de ambos rubros). Por su parte, la mitad de la expansión de las importaciones respondió a las mayores compras de bienes intermedios (insumos industriales) y combustibles y lubricantes (energía). La fenomenal expansión interanual de este último rubro

Intercambio Comercial USD Millones



Fuente: INDEC.

Comercio Exterior: Monto, Precios y Cantidades Datos acumulados a noviembre de 2011

Rubros y Usos	USD Mill.	Var. acumulada		
		Valor	Precio	Cantidad
Exportaciones	78.000	25%	17%	6%
Prod. primarios	19.228	35%	31%	3%
MOA	26.374	27%	24%	2%
MOI	26.637	24%	9%	14%
Comb. y energía	5.761	-4%	30%	-26%
Importaciones	67.933	33%	10%	21%
Bs. de capital	13.236	29%	3%	25%
Bs. intermedios	20.166	25%	14%	10%
Combustibles	8.678	111%	37%	54%
Piezas y accesorios	13.307	27%	-1%	28%
Bs. de consumo	12.359	23%	4%	18%
Resto	187	44%	-	-

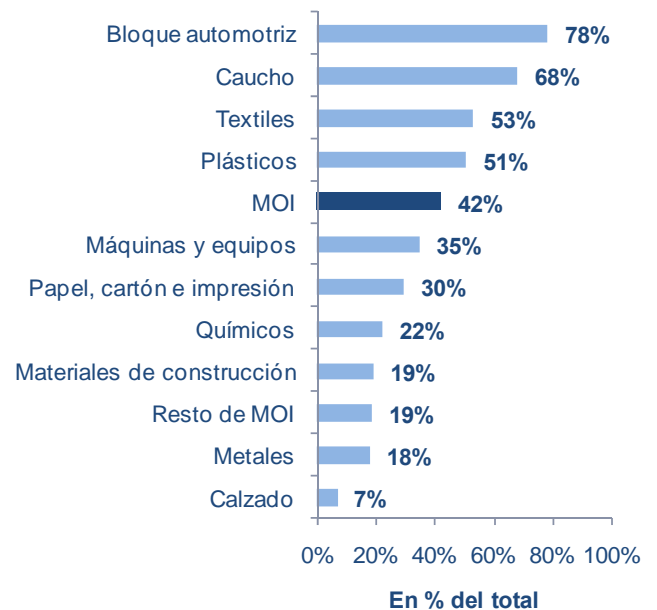
Fuente: INDEC.

(111%) fue producto del sostenido aumento de la demanda interna, el cual no pudo ser cubierto plenamente por la decreciente producción doméstica y debió ser abastecido vía importaciones. De hecho, Argentina perdió el autoabastecimiento de combustibles y lubricantes en 2011, pasando de un superávit récord de USD 6.000 millones en 2006 a un déficit de USD 3.210 millones en los primeros 11 meses del corriente año.

Para 2012, se espera una caída del superávit comercial, en un marco de menor dinamismo de los flujos de comercio. De acuerdo al relevamiento realizado por el Banco Central, el mercado espera un saldo comercial de USD 6.200 millones, con una caída de 37% interanual. En tanto, nuestras proyecciones ubican el superávit en USD 7.500 millones, lo que implica un descenso de 35% con respecto a este año. La evolución descendente de la balanza comercial se explicaría por importaciones creciendo más que las exportaciones (10% frente a 4%), aunque a un ritmo inferior al de los últimos años. En el caso de las compras externas, la desaceleración respondería tanto a un menor impulso de la actividad local, como al mantenimiento de las trabas comerciales lanzadas sobre fines de 2011. En cuanto a las exportaciones, se conjugaría un moderado impulso de las ventas de productos industriales, junto con un menor ingreso de agro-dólares. En este sentido, si bien la cosecha 2011/12 podría crecer cerca de 10%, hasta 110 millones de toneladas, en caso que los precios agrícolas se mantengan en torno a los niveles actuales, éstos experimentarían una baja con respecto al promedio del 2011, compensando las mayores cantidades proyectadas.

Los riesgos en materia de exportaciones se vinculan a lo que finalmente pueda suceder con China y Brasil, dos países con fuertes lazos comerciales con las principales economías del planeta. La evolución de los precios de commodities que Argentina exporta, particularmente de la soja y sus derivados, depende, en gran medida, de la demanda del gigante asiático, uno de sus principales consumidores mundiales. En este sentido, una desaceleración en el crecimiento chino, derivado a su vez de un panorama adverso en economías avanzadas (Estados Unidos, la Unión Europea y Japón son el destino de casi la mitad de sus exportaciones), puede afectar la cotización internacional de los commodities, impactando negativamente sobre el valor de 2/3 partes de las exportaciones argentinas. Por otro lado, Brasil posee una participación del 21% en las exportaciones argentinas, concentradas fundamentalmente en manufacturas (hacia allí se destina el 42% del total exportado del rubro), de manera que una desaceleración más pronunciada en el mayor socio del MERCOSUR impactaría en el volumen de ventas externas industriales, sobre todo en los casos de los bloque automotriz, caucho, textiles y plásticos (ver gráfico).

Exportaciones industriales a Brasil En % del total exportado



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Paradójicamente, aún en un escenario internacional adverso, el saldo comercial continuaría en terreno positivo. Si las exportaciones se desaceleran más de lo previsto debido a un contexto internacional menos favorable (léase, menor demanda brasileña y precios de commodities en baja), el saldo comercial podría mantenerse en torno a los niveles proyectados (o incluso superiores), al verse afectadas también las importaciones. Ello ocurriría por una predecible reducción en el nivel de actividad doméstico (bloques industriales importantes, como el automotriz, son muy sensibles al ciclo económico de Brasil) y crecientes restricciones comerciales, vía la flamante Secretaría de Comercio Exterior.

Para protegerse de una “avalancha” de importaciones, el MERCOSUR elevó el arancel externo común. En el marco de la reunión de Presidentes del bloque, realizada esta semana en Montevideo, se resolvió elevar el arancel externo común del 14% a 35% (el máximo permitido por la Organización Mundial de Comercio - OMC -) para 100 productos extrazona. La medida regirá por 2 años y apunta a evitar, o por lo menos reducir, la entrada de productos excedentes generados por el menor crecimiento europeo y estadounidense. Argentina y Brasil tuvieron la intención de cubrir más bienes, pero la reticencia Paraguay y Uruguay logró acotar la iniciativa (estos dos últimos países verían incrementar los costos de importar productos de extra-zona, junto con una menor variedad - y en algunos casos calidad - de la oferta importadora). Los socios mayores del bloque estarían de acuerdo en proteger a los bloques automotriz, textil y fabricación de juguetes, sectores donde ambos países poseen déficits comerciales importantes.

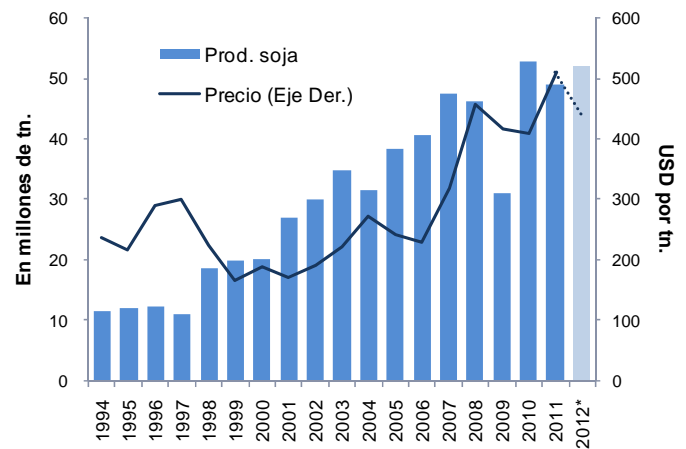
BALANCE DE PAGOS: FIN DE UN CICLO

Durante el tercer trimestre del año, la Cuenta Corriente del Balance de Pagos registró un déficit. Después de experimentar un superávit de USD 727 millones en el primer semestre de 2011, la Cuenta Corriente acumuló un déficit de USD 166 millones en el tercer trimestre. Paralelamente, y más allá del dato puntual, el saldo de Cuenta Corriente acumulado en los pasados 4 trimestres fue nulo en términos del PIB, coincidiendo (casualmente) con el retorno a una paridad “1 a 1” del tipo de cambio real contra el dólar (expresado a precios de diciembre 2001), al cumplirse 10 años exactos del abandono de la Convertibilidad.

El déficit de Cuenta Corriente se produjo por un deterioro en todos sus componentes, particularmente del saldo comercial de mercancías.

Soja: Precios y Cantidades

Producción en millones de tn. y precio en USD / tn.



(* Producción estimada USDA y precio correspondiente a último dato disponible.

Fuente: Elaboración propia en base a Minagri y USDA.

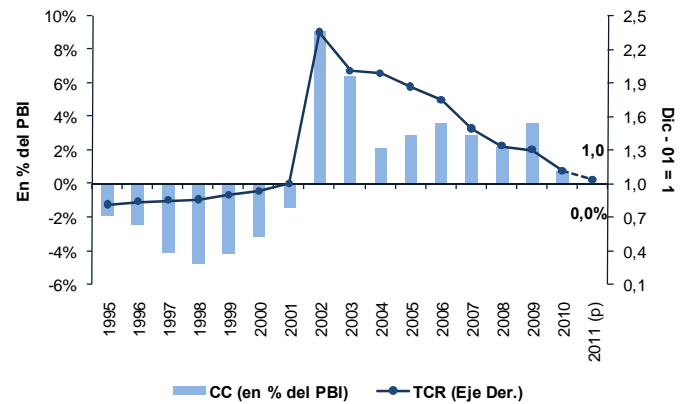
El saldo comercial en bienes (USD 3.300 millones) cayó 10% en términos interanuales, debido a una expansión de las importaciones superior a la de las exportaciones (35% vs 26% a/a). En cuanto a la balanza de servicios, los pagos netos por viajes, transportes, seguros y regalías aumentaron, llevando el déficit a USD 606 millones (USD 273 millones más que un año atrás). Por otra parte, las transferencias corrientes, aumentaron USD 25 millones, mientras que los pagos netos por intereses de la deuda externa, utilidades, dividendos y otras rentas, totalizaron USD 2.743 millones, un 11% más que en igual período de 2010.

Este año, el saldo de Cuenta Corriente sería prácticamente nulo, previéndose que se torne ligeramente deficitario en 2012. La incapacidad del aparato productivo local para satisfacer plenamente a la boyante demanda interna es lo que viene motorizando las importaciones, cuya performance es sólo compensada parcialmente por la aplicación de trabas comerciales. Por su parte, las exportaciones dependen mayormente de la situación económica internacional, que se presenta menos favorable que en años anteriores. En este contexto, estimamos que el superávit comercial continuaría en baja y el saldo de la Cuenta Corriente sería prácticamente nulo en 2011, para luego retornar al terreno negativo en 2012 por primera vez en una década (el Relevamiento de Expectativas del Mercado -REM-, elaborado por el BCRA, contempla un saldo de Cuenta Corriente de 0,1% del PIB este año y un déficit de 0,5% el que viene).

En tanto, el saldo de la Cuenta Capital y Financiera también fue deficitario en el tercer trimestre, debido a una mayor fuga de capitales privados. En el tercer trimestre del año, la Cuenta Capital y Financiera presentó un déficit de USD 1.046 millones, la mitad del registrado el trimestre previo, pero USD 1.630 millones mayor al de igual período de 2010. El rojo fue resultado de la dinámica de las transacciones del sector privado no financiero con el exterior, que arrojaron un déficit de USD 3.845 millones, el mayor de los últimos dos años. Por su parte, la Cuenta Capital y Financiera del sector público presentó un déficit de USD 686 millones, debido al desendeudamiento neto del Gobierno Nacional. Por el contrario, el sector bancario presentó un saldo superavitario de USD 3.436 millones, gracias a un flujo neto positivo de USD 3.000 millones en las operaciones del BCRA y un resultado positivo de USD 436 millones en las operaciones del resto de las entidades financieras. El saldo de la autoridad monetaria se asocia al otorgamiento de préstamos de organismos internacionales para suavizar la pérdida de reservas internacionales, con lo cual el resultado de la Cuenta Capital y Financiera hubiera sido todavía peor sin esta asistencia externa.

A pesar de las restricciones cambiarias, el cuarto trimestre del año registraría una formación de activos externos apenas inferior a la del trimestre

Cuenta Corriente y Tipo de Cambio Real Bilateral En % del PBI e Índice, Dic - 01 = 1



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, Reuters y estimaciones privadas.

previo. La incertidumbre acerca de las definiciones políticas y económicas tras las elecciones de octubre alentó la demanda de dólares del sector privado, aunque desde noviembre ésta se redujo con la imposición de controles cambiarios. Sin embargo, la menor compra de divisas se compensó parcialmente con el retiro de depósitos en dólares del sector privado en el sistema financiero, provocando una pérdida de Reservas adicional.

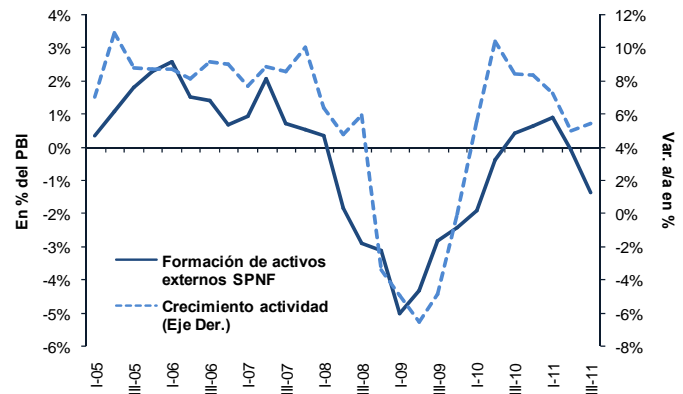
Las Reservas Internacionales sufrieron la caída más fuerte desde el 2006. En el tercer trimestre del 2011, las reservas disminuyeron USD 3.153 millones, en lo que fue su mayor descenso desde el pago al contado de la deuda con el FMI en 2005 (por un monto de USD 9.530 millones), acumulando en el año una contracción de USD 4.086 millones. Desde entonces, el stock de reservas se redujo otros USD 3.200 millones, siendo más de la mitad atribuible al pago del bono ligado al crecimiento a comienzos de diciembre, para situarse en torno a los USD 45.000 millones. En este contexto, estimamos que el BCRA finalizará con un stock de reservas alrededor de ese nivel, lo que marcaría su primera caída (-13% a/a) desde el año 2002.

En 2012, la evolución de la Cuenta Capital y Financiera será clave para la variación de las reservas. La mayoría de los analistas de mercado coincide en que la sostenida pérdida de competitividad, el pago de intereses y la remisión de utilidades harán caer el saldo de Cuenta Corriente, a pesar de los impedimentos gubernamentales. Las divergencias surgen en cuanto a la magnitud de la caída, con los más optimistas pronosticando un saldo alrededor del 0% del PIB y los más pesimistas estimando un saldo marcadamente deficitario. Cerrado, por ahora, el acceso gubernamental a los mercados financieros internacionales, las expectativas del sector privado resultarán cruciales para definir el saldo de la Cuenta Capital y, por esta vía, la variación de las reservas internacionales del año próximo.

RESULTADO FISCAL: EN BAJA, PESE AL AJUSTE POST ELECTORAL

El superávit primario sumó \$426 millones en noviembre, un 87% menos que un año atrás, pese a la ayuda de la ANSES. Los ingresos totales del Sector Público sumaron \$36.568 millones, con un crecimiento de apenas 5% interanual (a/a), mientras que el gasto primario (sin intereses de la deuda) ascendió a \$36.142 millones, con un alza del 14% a/a. Cabe aclarar que los ingresos se vieron beneficiados por transferencias de utilidades del Fondo de Garantía de Sustentabilidad (FGS) de ANSES al Tesoro Nacional, por alrededor de \$826 millones (apenas 13% de los recursos

Formación de activos externos del SPNF y Nivel de actividad Acumulado 4 trimestres en % del PBI y var. anual en %



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, Reuters y estimaciones privadas.

extraordinarios transferidos en igual mes de 2010), de manera que el resultado primario de noviembre se habría transformado en un déficit de \$400 millones sin estos fondos. Por otra parte, el pago de intereses de la deuda pública totalizó en el mes \$476 millones, registrándose un déficit financiero de \$50 millones, el cual se elevaría a \$876 millones de restar los recursos extraordinarios mencionados previamente.

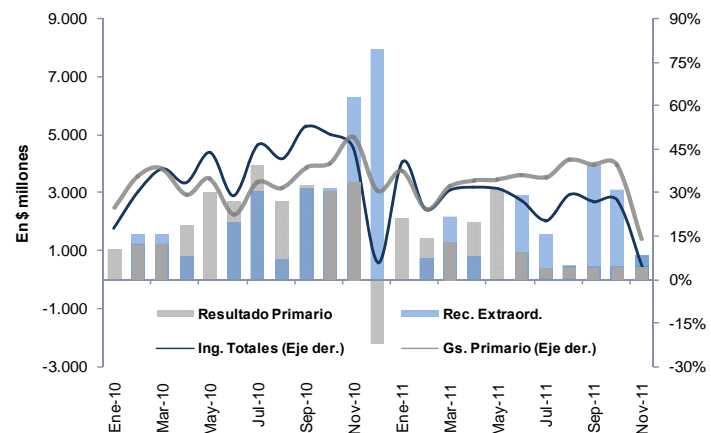
Los ingresos “genuinos” continúan creciendo a buen ritmo, aunque con una desaceleración en el margen. Descontando las transferencias de utilidades del FGS de ANSES, los recursos del Tesoro Nacional ascendieron en noviembre a \$35.742 millones, registrando una suba de 25% a/a, inferior al crecimiento promedio de 2011 (30% a/a). Los recursos tributarios (\$22.991 millones) crecieron un 23% a/a en noviembre (tras expandirse 29% a/a en octubre), con un buen desempeño en la recaudación por IVA y los Impuestos a las Ganancias y a los Créditos y Débitos Bancarios. Por su parte, las contribuciones a la seguridad social (\$11.322 millones) crecieron un 27% a/a, por debajo del ritmo de expansión promedio del 2011 (33%) y del 2010 (31%).

Tras las elecciones, y acompañando la desaceleración en los ingresos fiscales, la expansión del gasto primario se redujo fuertemente. El gasto primario aumentó 14% a/a en noviembre, muy por debajo al crecimiento promedio observado en los últimos 6 meses (38% a/a). El 68% del gasto primario se concentró en dos rubros: las prestaciones de la seguridad social (\$13.634 millones, 38% a/a) y las transferencias corrientes (\$10.944 millones, 19% a/a). Las erogaciones de la seguridad social no sufrieron una desaceleración brusca (habían crecido 40% a/a en octubre), ya que son rígidas a la baja por estar ligadas a la actualización de las prestaciones y a la cantidad de beneficiarios. Por su parte, la desaceleración en el crecimiento de las transferencias corrientes fue más notoria (se habían expandido un 52% a/a en octubre), combinando una menor expansión de las transferencias al sector privado (35% a/a en noviembre vs 59% a/a en octubre) con una reducción en las transferencias al sector público (-25% a/a).

El freno del gasto también se sintió sobre el resto de los rubros. En noviembre, los gastos de consumo y operación (en tres cuartas partes correspondientes a remuneraciones) totalizaron \$7.103 millones, con una caída interanual de 2% debida a la elevada base de comparación (en noviembre de 2010, el pago del salario de dos meses -octubre y noviembre- se registró en noviembre y, además, se pagó a los censistas por el trabajo realizado en octubre). Paralelamente, los gastos de capital sumaron \$3.476 millones, con una caída de 25% a/a, luego del envión experimentado previo a las elecciones presidenciales. La evolución de este rubro se vio afectada por la desaceleración en la tasa de expansión de la inversión real directa (3% a/a en

Sector Público Nacional

Var. anual de ingresos y gastos en %, resultado primario y recursos extraordinarios en \$ millones



Fuente: Elaboración propia en base Secretaría de Hacienda – MECON.

noviembre vs 74% a/a en octubre) y una reducción fuerte en la inversión de capital (-42% a/a), particularmente la destinada a las provincias.

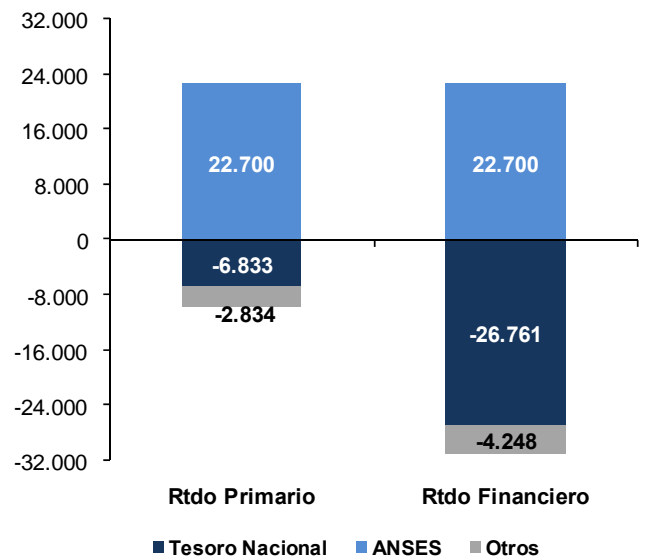
En lo que va del año, el saldo positivo de la ANSES es el principal sostén del superávit fiscal. En los primeros 11 meses de 2011, el superávit primario fue de \$13.033 millones y, descontando el pago de intereses de la deuda pública, se obtuvo un déficit financiero de \$8.309 millones. Las transferencias extraordinarias provenientes del BCRA y de la ANSES sumaron cerca de \$16.500 millones en el período, lo que transforma el superávit primario en un déficit de aproximadamente \$3.500 millones si se excluyen estos recursos, a la vez que arroja un déficit financiero "corregido" cercano a \$25.000 millones. Por otra parte, desagregando el resultado fiscal por organismos, se observa que el superávit nacional corresponde al buen desempeño de ANSES, ya que las cuentas del Tesoro, el PAMI, distintos fondos fiduciarios y organismos descentralizados del Sector Público totalizaron, de forma conjunta, un déficit primario de \$9.667 millones y un déficit financiero de \$31.009 millones.

ACTIVIDAD: SE AMPLÍA LA BRECHA ENTRE LAS MEDICIONES OFICIALES Y PRIVADAS

De acuerdo a los datos oficiales, el crecimiento del **Producto Interno Bruto (PIB-INDEC)** continúa por encima del 9%. El indicador oficial registró un crecimiento interanual (a/a) de 9,3% en el tercer trimestre, acumulando al mes de septiembre una expansión de 9,4%. En tanto, la variación con respecto al trimestre anterior fue menor a los trimestres previos (1,1% en términos desestacionalizados), pero no captura signos de desaceleración como las estimaciones privadas. En efecto, el crecimiento que acumula la economía en 2011 se mantiene en las mismas "tasas chinas" de expansión que mostró durante el 2010 y previo a la crisis de 2008-09.

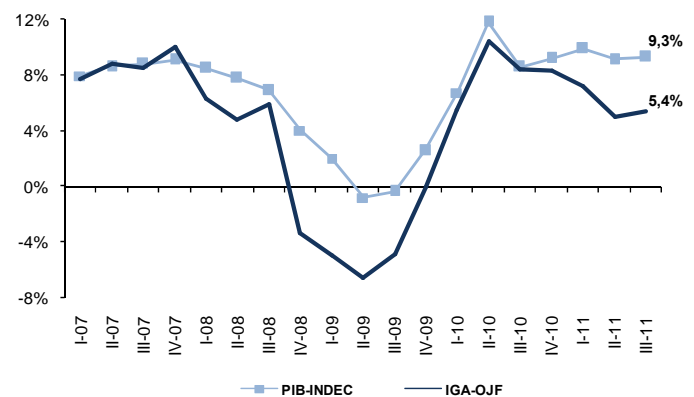
A diferencia del PIB-INDEC, los indicadores privados reflejan moderación en el crecimiento. El Índice General de Actividad de O.J. Ferreres (IGA-OJF) experimentó un crecimiento interanual de 5,4% en el tercer trimestre, acumulando una expansión de 5,8% a septiembre. La variación del IGA-OJF respecto al trimestre anterior ascendió a 1,2% en términos desestacionalizados, similar a la registrada por el PIB-INDEC (1,1% s.e.), convalidando la dinámica en el margen, pero con una clara diferencia de niveles y en las variaciones interanuales (ver gráficos).

Resultado Fiscal por Organismos Acumulado a Noviembre de 2011, en \$ millones



Fuente: Secretaría de Hacienda – MECON.

Producto Bruto Interno (INDEC) vs Índice General de Actividad (OJF) Var. anual en %



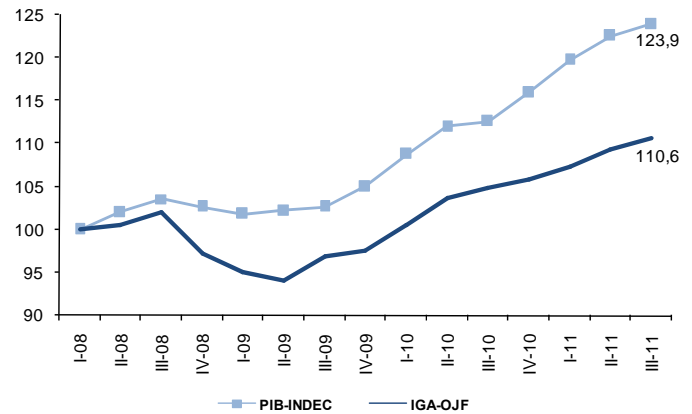
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y OJF.

La brecha entre los indicadores oficiales y privados se continúa ampliando. Tras crecer ambas estimaciones a ritmos similares durante 2010 (entre el 8% y el 9%), las diferencias de medición se ampliaron en 2011, alcanzando los 4 p.p. tomando como referencia el IGA-OJF del tercer trimestre. Cabe aclarar que mientras en el primer trimestre del año el IGA-OJF crecía a un ritmo de 7,3% interanual, al mes de octubre (último dato disponible) lo hace a 5,9% a/a (marcando una desaceleración de 1,4 p.p.).

Visto desde el lado de la demanda, el Consumo constituye la principal fuente de discrepancia entre las estadísticas oficiales y privadas. De acuerdo al INDEC, el Consumo total (Público y Privado) contribuyó con 8,5 p.p. al crecimiento del PIB de 9,3% en el tercer trimestre, con una contribución preponderante del Consumo Privado (7,2 p.p.), que mostró una suba interanual de 11,1%. El gasto público, en tanto, registró un crecimiento interanual algo inferior (10,3%). La aceleración que reflejan las Cuentas Nacionales en este concepto durante el 2011 se es capturada por las cifras privadas. En contraposición, los números de la Inversión y del comercio exterior (Exportaciones netas de Importaciones) no presentarían diferencias tan significativas. La Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) contribuyó con 4 p.p. al crecimiento del tercer trimestre, mostrando un alza de 16,5% a/a, ligeramente superior al 12,5% registrado por las mediciones alternativas como la de OJF. El saldo comercial, por su parte, contribuyó negativamente al Producto en 2,1 p.p., compatible con las estadísticas de comercio exterior.

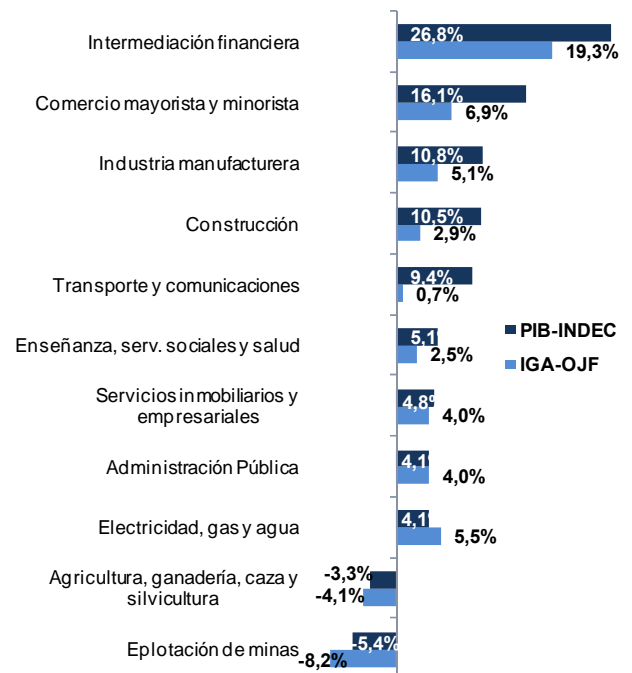
Por el lado de la oferta, las diferencias se concentran en la industria, el comercio, la construcción y el transporte. De acuerdo al INDEC, el comercio minorista y mayorista (16,1% a/a) continuó siendo el principal factor de expansión del Producto, contribuyendo con 2,1 p.p al crecimiento del tercer trimestre. En segundo lugar, la industria manufacturera aportó 1,8 p.p. con un crecimiento interanual de 10,8%, algo inferior a la primera mitad del año pero en línea con igual trimestre del año pasado, sensiblemente inferior a la de las estimaciones privadas (ver gráfico). Entre los servicios, en las mediciones oficiales se destaca la contribución de la Intermediación Financiera y del Transporte y las Comunicaciones (con 1,4 p.p. y 1,1 p.p. respectivamente). El alza interanual de los servicios financieros es la más alta de la oferta de la economía (26,8% a/a), en concordancia con las mediciones privadas.

Producto Bruto Interno (INDEC) vs Índice General de Actividad (OJF)
Series sin estacionalidad, I - 08 = 100



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y OJF.

Producto Bruto Interno (INDEC) vs Índice General de Actividad (OJF): Componentes de Oferta
Var. anual en %, III - 11



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y OJF.

INFLACIÓN: DESACELERANDO, AUNQUE TODAVÍA POR ENCIMA DEL 20%

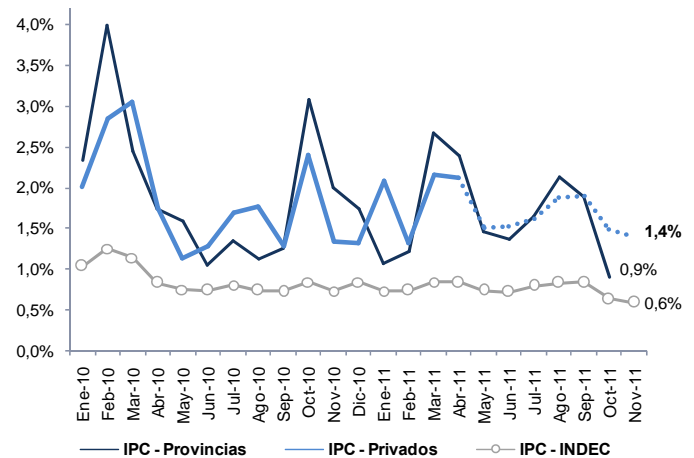
Los indicadores privados de precios volvieron a mostrar una desaceleración en noviembre, aunque el año 2011 culmina con una inflación superior al 20%. Según las estimaciones de ocho fuentes alternativas compiladas por el Congreso, la suba de los precios al consumidor promedió un 1,4% en noviembre. Por segundo mes consecutivo, se obtuvo una de las menores subas de precios del año, considerando que la inflación mensual promedio fue del 1,8% en lo que va del 2011. En base a la información divulgada por el Congreso, el crecimiento interanual de los precios minoristas fue del 22,6%, porcentaje inferior al 23,7% registrado a mediados de año y 2,5 puntos porcentuales menor al de un año atrás.

En tanto, el IPC publicado por el INDEC también capturó una menor inflación, aunque manteniendo una abultada brecha con las estimaciones privadas, tal cual sucede desde el año 2007. El IPC oficial registró en noviembre una suba del 0,6% mensual, igual a la registrada en octubre, luego de oscilar 18 meses consecutivos entre el 0,7% y 0,8%. Como resultado, la variación anual del índice elaborado por el INDEC fue del 9,5%, porcentaje inferior al de noviembre 2010 (11% a/a) y 13 puntos porcentuales menor al capturada por el "IPC-Congreso". Con el inicio de la gestión de Hernán Lorenzino al frente del Ministerio de Economía, ya son seis los titulares del Palacio de Hacienda en convivir con la intervención en la oficina nacional de estadísticas.

De acuerdo a los indicadores privados, los alimentos y bebidas volvieron a realizar un importante aporte a la inflación del mes, compensado por subas más moderadas en el resto de los rubros. Las fuentes privadas coincidieron en señalar una firme suba en los precios de alimentos y bebidas, que explicaría un tercio de la inflación de noviembre. En contraposición, el resto de los rubros habría registrado un menor ritmo de crecimiento, ayudando a mantener la inflación en un 1,4% promedio.

Por otro lado, los índices provinciales mostraron una evolución similar a la de los indicadores de la Capital Federal y el Gran Buenos Aires, con una desaceleración en octubre. El promedio de las mediciones de precios provinciales (con una metodología equivalente a la utilizada históricamente para el IPC-GBA) arrojaron un alza del 0,9% en octubre, muy inferior a la registrada en los meses previos (promedio de 1,8% m/m). En términos anuales, la desaceleración implicó pasar de un crecimiento de 25% en septiembre a 22,5% en octubre, variación que a su

Inflación
Variación mensual en %



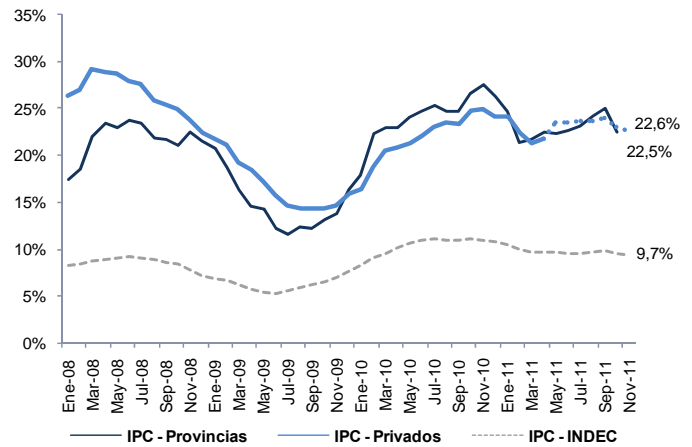
(*) A partir de mayo 2011 las estimaciones privadas de inflación corresponden a los valores difundidos por la Comisión de Libertad de Expresión del Congreso de la Nación.

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, Institutos Provinciales de Estadísticas y fuentes privadas.

vez resultó 4 puntos porcentuales inferior a la registrada en igual mes de 2010. En el caso del IPC de Santa Fe, la variación de octubre fue de 0,7% mensual (21,2% a/a), mientras que el IPC San Luis verificó un incremento del 1,1% mensual (23,7% anual). En ambos casos los registros mantienen una mayor sintonía con las estimaciones privadas de inflación para el GBA, mientras que persiste una amplia brecha con las mediciones del INDEC.

En las provincias, la menor inflación anual responde principalmente a la desaceleración en los precios de alimentos, que aun así continuaron siendo de los de mayor crecimiento junto con indumentaria y educación. Los precios de alimentos y bebidas en las provincias analizadas registraron una suba anual de 23,2% en octubre, por encima del nivel general (22,5%). Sin embargo, esta suba resultó muy inferior al 40,6% a/a registrado en igual período de 2010, permitiendo compensar la aceleración en varios de los otros rubros. Este es el caso de indumentaria, que lidera el alza de precios al consumidor del 2011, con una suba anual de 30,2% en octubre, 10 puntos porcentuales por encima de su propio registro en octubre de 2010. En educación, el aumento ascendió al 29,5% a/a, en función de fuertes alzas en las cuotas y útiles escolares, que se registraron con mayor fuerza durante marzo y tomaron un nuevo impulso en agosto. Otros rubros que se aceleraron significativamente en el corriente año fueron transporte y comunicaciones, esparcimiento, atención médica y equipamiento para el hogar (ver cuadro).

Inflación Variación anual en %



(*) A partir de mayo 2011 las estimaciones privadas de inflación corresponden a los valores difundidos por la Comisión de Libertad de Expresión del Congreso de la Nación.
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC, Institutos Provinciales de Estadísticas y fuentes privadas.

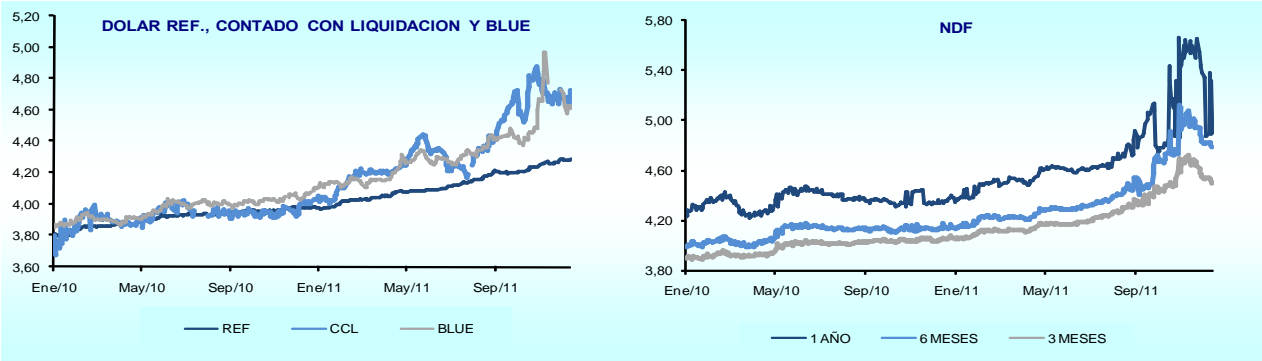
Inflación en Provincias por Rubros Variación anual en %

Rubro	Oct 2010	Oct-11	Variación
Nivel general	26,6%	22,5%	▼
Alimentos y bebidas	40,6%	23,2%	▼
Otros	22,9%	19,6%	▼
Vivienda	15,8%	15,6%	▼
Educación	27,9%	29,5%	▲
Equipamiento hogar	16,9%	20,8%	▲
Atención médica	16,9%	20,8%	▲
Esparcimiento	17,6%	22,2%	▲
Transporte y comunicaciones	15,3%	20,3%	▲
Indumentaria	20,0%	30,2%	▲

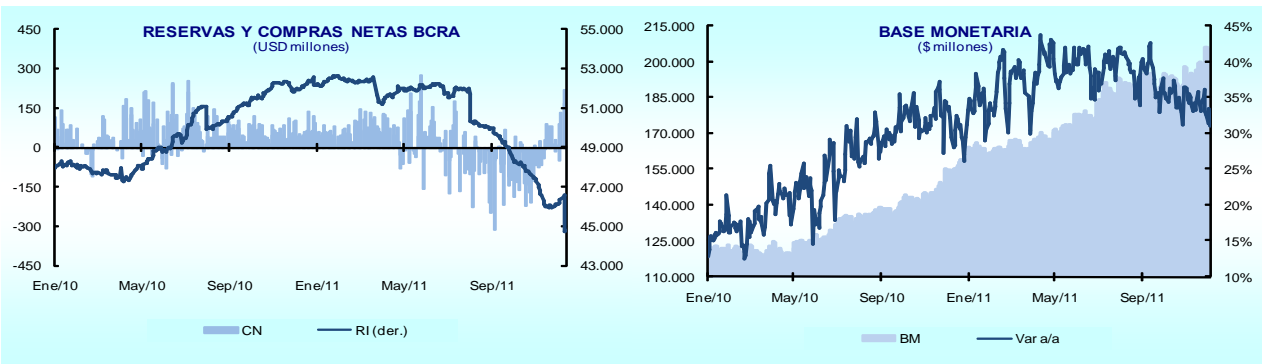
Fuente: Elaboración propia en base a Institutos Provinciales de Estadísticas.

LA MARCHA DE LOS MERCADOS

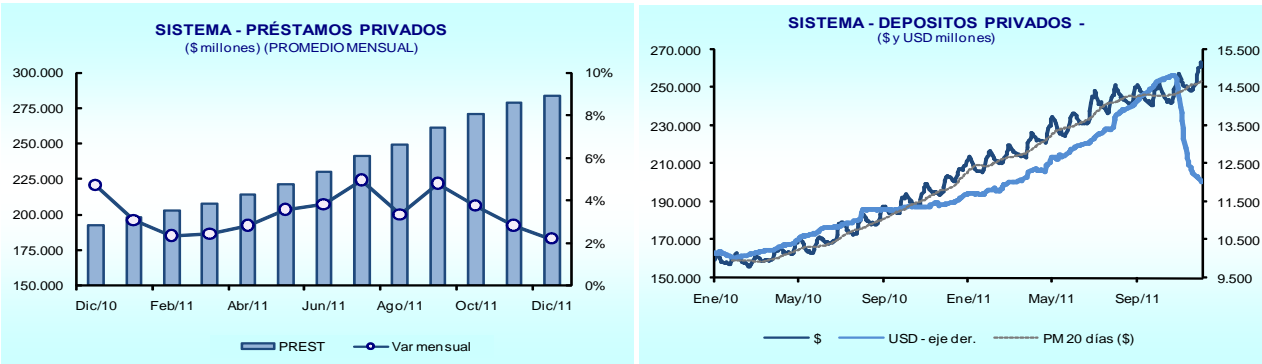
Mercado Cambiario



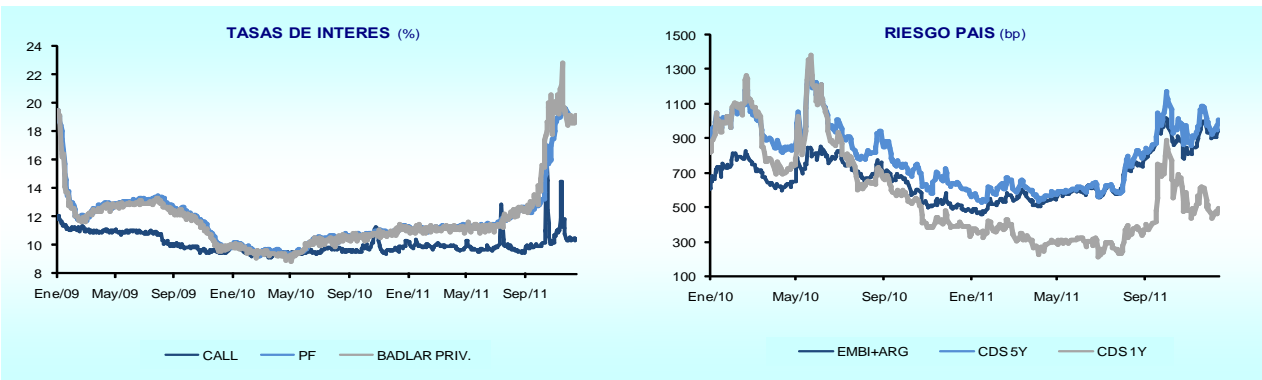
BCRA



Préstamos y Depósitos

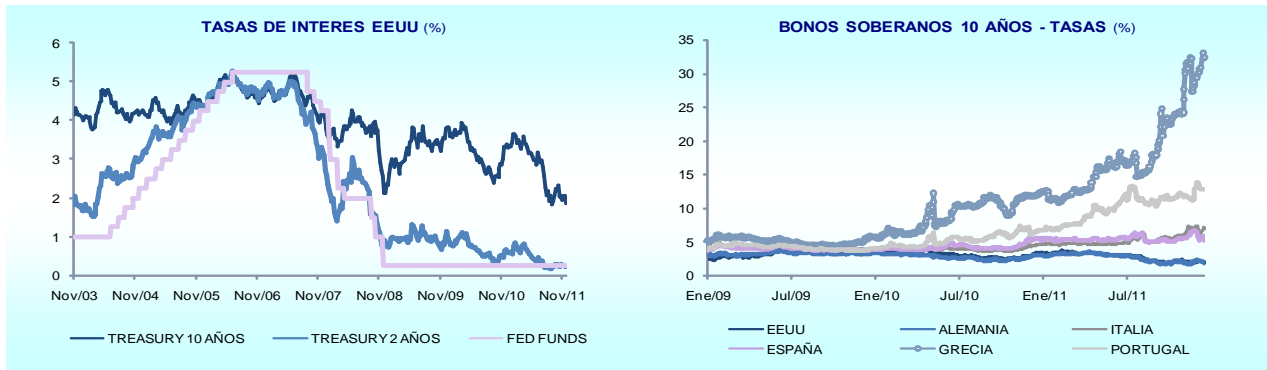


Tasas de Interés y Riesgo País

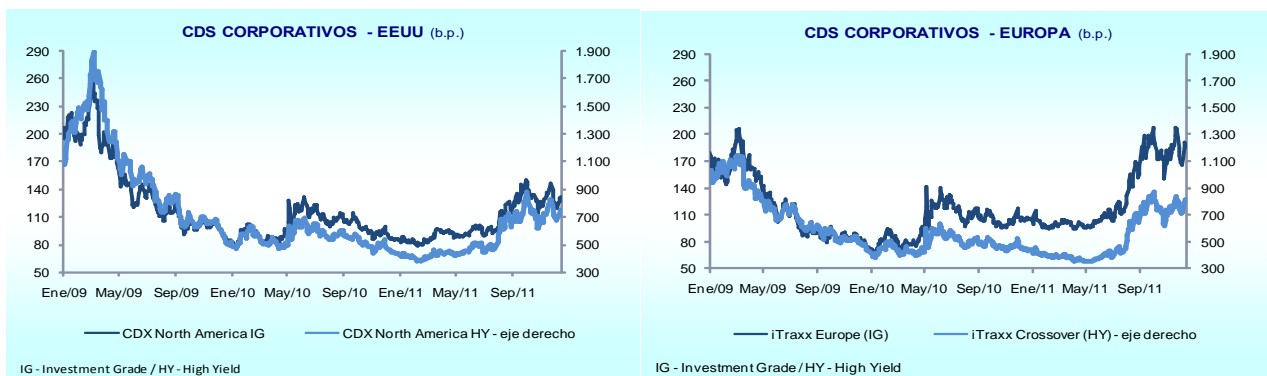


LA MARCHA DE LOS MERCADOS (CONTINUACIÓN)

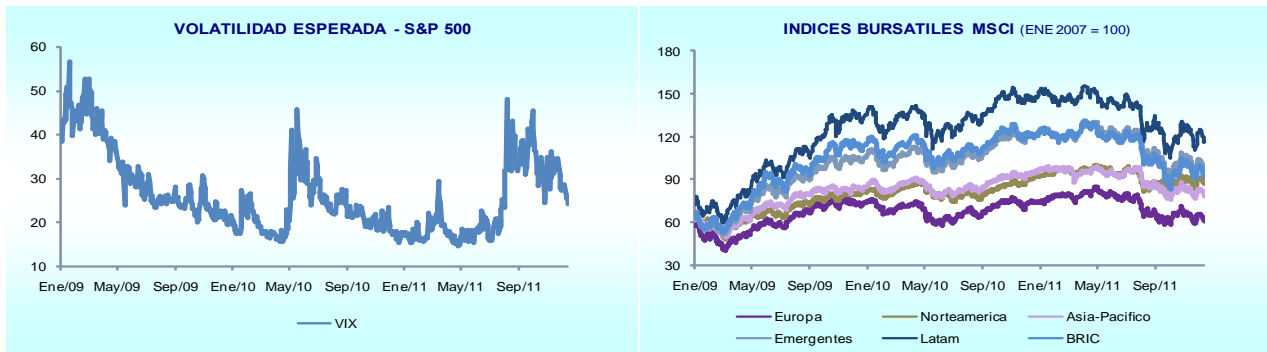
Política Monetaria EEUU y Rendimiento Bonos de Países Desarrollados



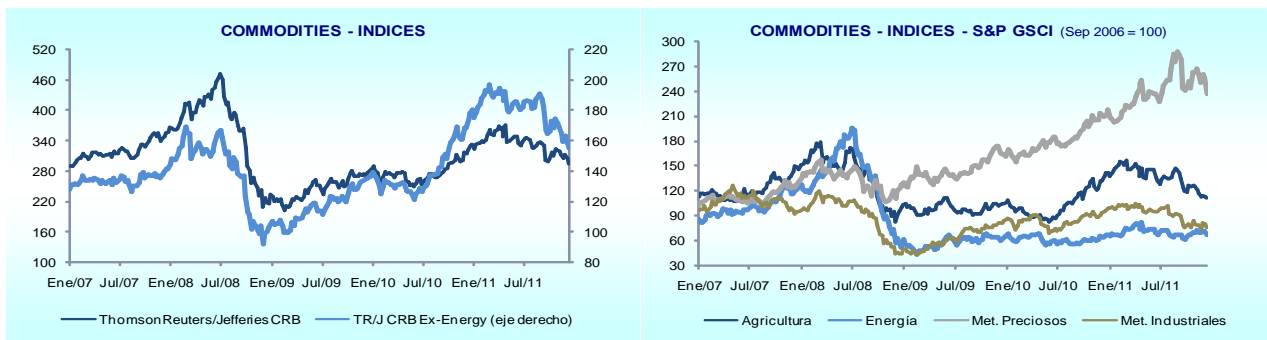
Credit Default Swaps Corporativos



Volatilidad S&P 500 e Indices Bursátiles Regionales



Precios de Materias Primas



ESTADISTICO

ACTIVIDAD	Fecha	Dato	m/m	a/a	Anual
Nivel General					
EMAE (1993=100)	oct-11	197,0	0,3%	8,2%	9,3%
EMI (2004=100)	nov-11	134,1	1,8%	4,0%	7,0%
UCI (%)	nov-11	84,1	5,0%	0,8%	1,6%
ISE (2004=100)	jun-11	115,4	2,7%	6,3%	1,2%
Impuestos LNA* (\$ mm)	nov-11	15.728	9,0%	40,5%	30,4%
Indicadores de Consumo					
Servicios públicos (2004=100)	oct-11	215	0,8%	10,4%	11,0%
Supermercados (País - \$ mm)	oct-11	7.392	9,2%	26,5%	27,7%
Shopping (GBA - \$ mm)	oct-11	1.452	23,7%	33,1%	31,8%
Electrodomésticos (País - \$ miles)	sep-11	1.364.823	-11,8%	29,2%	24,2%
Patentamiento (Unidades)	oct-11	72.068	-14,5%	34,0%	31,5%
Impo. bs. consumo (USD mm)	oct-11	734	-6,4%	23,4%	25,9%
Confianza del Consumidor (País)	dic-11	52,6	-7,3%	-1,2%	17,1%
Indicadores de Inversión					
ISAC (1997=100)	oct-11	185,1	-0,3%	6,4%	10,0%
Impo bs.cap. + piezas (USD mn)	oct-11	2.515	-8,4%	21,0%	30,2%

(*) Impuestos ligados al nivel de actividad; incluye SSS, IVA-DGI, Internos, Combustibles, IDCB.

PRECIOS	Fecha	Dato	m/m	a/a	Anual*
IPC (GBA - Abril 2008=100)	nov-11	134,5	0,6%	9,5%	8,6%
IPC (índice alternativo - Congreso)	nov-11	239,9	1,4%	22,6%	20,7%
Expectativas de inflación**	dic-11	25,0%	0,0	-5,0	//
Precios mayoristas (1993=100)	nov-11	500,7	0,9%	12,7%	11,6%
Precios implícitos del PIB (1993=100)	sep-11	401,2	-2,6%	16,4%	17,9%

(*) Variación con respecto a Diciembre del año anterior.

(**) Mediana para los próximos 12 meses y var. en puntos porcentuales.

SECTOR EXTERNO	Fecha	Dato	m/m	a/a	Anual
Exportaciones (USD mm)					
Primarios	nov-11	1.277	-21,9%	65,4%	35,0%
MOA	nov-11	2.342	-10,1%	11,2%	26,5%
MOI	nov-11	2.732	0,5%	21,4%	23,7%
Combustibles y energía	nov-11	569	0,4%	-26,6%	-4,0%
Importaciones (USD mm)					
Saldo comercial (USD mm)	nov-11	684	-44%	109,2%	-12,6%
T.C.R. multilateral (*)	oct-11	1,66	-1,5%	-8,4%	-3,7%
T.C.R. bilateral (Dic01 = 1)	nov-11	1,03	-0,5%	-8,2%	-20,3%
Materias primas (dic 1995=100)	nov-11	739	-0,7%	3,3%	30,1%

(*) Ajustado por inflación estimada sobre promedios provinciales e indicadores privados.

COMMODITIES *	Fecha	1 mes	6 meses	1 año	a/a
Soja (USD / Tn)	23-12-11	428,1	438,8	434,1	-15,1%
Maíz (USD / Tn)	23-12-11	244,1	249,4	224,0	0,5%
Trigo (USD / Tn)	23-12-11	228,5	241,8	255,6	-20,0%
Petróleo (USD/ Barril)	23-12-11	99,9	100,2	98,5	9,8%

(*) Contratos futuros en Golfo de México para agropecuarios y WTI para petróleo.

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	m/m	a/a	Anual
Recaudación AFIP (\$ mm)(*)					
IVA	nov-11	15.088	15,6%	41,9%	34,0%
Ganancias	nov-11	9.195	3,1%	43,8%	42,0%
Sistema seguridad social	nov-11	11.590	-1,2%	27,9%	34,6%
Derechos de exportación	nov-11	3.714	-36,3%	-7,8%	17,9%
Gasto primario (\$ mm)					
Remuneraciones	nov-11	5.403	14,3%	-7,2%	25,3%
Prestaciones Seguridad Social	nov-11	13.634	4,8%	38,2%	37,2%
Transferencias al sector privado	nov-11	9.031	-9,6%	35,2%	38,7%
Gastos de capital	nov-11	3.476	-38,3%	-25,1%	21,1%
Resultado primario (\$ mm)					
Intereses (\$ mm)	nov-11	476	-86,1%	-60,0%	10,3%
Resultado fiscal (\$ mm)	nov-11	-50	-98%	-2.167	-16.279

(*) Recaudación incluye ingresos coparticipables a las provincias.

CIUDAD DE BUENOS AIRES	Fecha	Dato	m/m	a/a	Anual
Construcción (Superficie permitida- m²)					
Escrituras inmobiliarias (compra-venta)	sep-11	8.428	4,7%	4,8%	15,9%
Recaudación tributaria (\$ mm)					
Ingresos brutos (\$ mm)	jun-11	1.391	11,6%	43,1%	47,4%
Empleo privado formal (May00=100)					
Supermercados (\$ mm)	sep-11	1.165	-3,3%	23,3%	21,6%
Shoppings (\$ mm)	sep-11	568	3,8%	26,8%	25,0%
Patentamiento (Unidades)	oct-11	12.178	-15,5%	18,4%	19,9%
Confianza del consumidor	dic-11	50,7	-4,6%	-5,9%	12,0%
Industria	oct-10	174,0	0,0%	17,6%	12,5%
Tasa de ocupación hotelera (%)	may-11	59,4	-10,0%	-0,7%	3,9%

LABORALES Y SOCIALES	Fecha	Dato	m/m	a/a	Anual
Desempleo país (%)					
Desempleo GBA (%)	III-11	7,8	-1,3%	-4,9%	-4,5%
Tasa de actividad país (%)	III-11	46,7	0,2%	1,7%	0,8%
Empleo no registrado país (%)					
Salarios nominales (Trim IV 2001=100)	oct-11	518,4	1,2%	27,3%	27,5%
S. privado registrado	oct-11	633,1	1,1%	33,3%	31,5%
S. privado no registrado	oct-11	503,0	1,1%	30,2%	29,1%
Salarios Reales (*)					
S. privado registrado	oct-11	90,8	-0,3%	4,2%	4,1%
S. privado no registrado	oct-11	96,5	-0,4%	9,1%	7,3%
S. privado no registrado	oct-11	95,5	-0,4%	6,6%	5,3%

(*) Ajustado por inflación estimada sobre promedios provinciales e indicadores privados.

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	m/m	a/a	Anual*
IPC Brasil (base jun 1994 =100)	nov-11	395,1	0,5%	6,6%	6,0%
IPC Estados Unidos (base dic 1982=100)	nov-11	226,2	-0,1%	3,4%	3,2%
IPC China	nov-11	//	//	4,2%	//
IPC Eurozona (base dic 2005=100)	nov-11	114,0	0,1%	3,0%	2,4%

(*) Variación con respecto a Diciembre del año anterior.

ESTADISTICO *(Continuación)*

DEPOSITOS \$ (mill.)	07/12/2011	VAR 1 SEM	VAR 1 MES	VAR 1 AÑO
SPNF	262.002	1,9%	3,0%	28,8%
Vista	155.033	2,6%	3,0%	27,7%
Pzo Fijo	106.969	0,8%	2,8%	30,6%
Sector Público	152.067	-8,2%	-2,3%	35,1%
Total	416.613	-2,1%	0,9%	31,0%

DEPOSITOS USD (mill.)	07/12/2011	VAR 1 SEM	VAR 1 MES	VAR 1 AÑO
SPNF	12.014	-1,2%	-14,2%	4,9%
Vista	5.819	-1,0%	-18,5%	5,9%
Pzo Fijo	6.195	-1,4%	-9,8%	4,0%
Sector Público	1.049	-2,6%	-5,2%	-75,8%
Total	13.080	-1,3%	-13,5%	-17,2%

Fuente: BCRA

PRESTAMOS (\$ millones)	07/12/2011	VAR 1 SEM	VAR 1 MES	VAR 1 AÑO
Sector público	27.027	-3,4%	-2,2%	34,8%
Sector financiero	8.725	-3,7%	1,8%	75,0%
SPNF Total	283.678	0,5%	2,2%	49,4%
- Adelantos	31.082	0,3%	1,4%	40,9%
- Documentos	85.373	-0,5%	-0,8%	49,7%
- Hipotecarios	27.485	1,0%	3,6%	33,4%
- Prendarios	16.710	0,7%	3,4%	75,9%
- Personales	57.864	-0,1%	2,3%	48,7%
- Tarjetas	40.825	3,2%	8,2%	51,1%
- Otros	24.193	0,7%	1,6%	65,1%
Total	319.431	0,1%	1,8%	48,6%

Fuente: BCRA

BASE MON. (\$ millones)	07/12/2011	VAR 1 SEM	VAR 1 MES	VAR 1 AÑO
B.M.A.	202.805	2,4%	4,9%	31,1%
- Circulante	163.099	5,3%	6,8%	41,6%
- Cta. Cte. en BCRA	39.706	-8,0%	-1,9%	0,5%

Fuente: BCRA

RES. INT. (USD millones)	15/12/2011	VAR 1 SEM	VAR 1 MES	VAR 1 AÑO
Reservas	44.804	-3,4%	-2,9%	-13,9%

Fuente: BCRA

TASAS DE INTERES (%)	16/12/2011	V. SEM (bp)	V. MES (bp)	V. AÑO (bp)
Badlar - Privados	19,13	56	-175	800
PFS (30 a 44 d.)	18,85	5	-65	765
T-Notes USA 10Y	1,85	-18	-15	-159
Libor (180 d.)	0,79	3	11	33
Selic (Anual)	10,90	0	-50	24

Fuente: BCRA, Reuters

ORO Y DIVISAS	16/12/2011	1 SEM	1 MES	1 AÑO	31/12/10
Dólar (\$/US\$)	4,29	4,28	4,26	3,98	3,98
NDF 3 meses	4,50	4,54	4,67	4,05	4,05
NDF 6 meses	4,79	4,82	4,95	4,14	4,14
NDF 1 año	4,90	4,87	5,63	4,36	4,39
DOLAR FINANCIERO	4,72	4,67	4,70	4,00	4,03
BLUE	4,61	4,63	n.d.	4,06	4,10
Real (R\$/US\$)	1,85	1,80	1,77	1,70	1,66
Euro (US\$/€)	1,30	1,34	1,35	1,32	1,34
YEN	78	78	77	84	81
PESO CHILENO	518	508	510	473	468
Onza troy Londres (US\$)	1.597	1.741	1.761	1.369	1.419

Fuente: BCRA, Reuters

RIESGO PAIS	16/12/2011	V. SEM (bp)	V. MES (bp)	V. AÑO (bp)	V. 2011 (bp)
EMBI +	385	19	21	140	137
EMBI + Argentina	950	45	78	438	454
EMBI + Brasil	229	8	4	43	40
EMBI + México	192	2	8	45	43
EMBI + Venezuela	1.218	24	-1	189	174

Fuente: Ambito Financiero

BOLSAS	16/12/2011	1 SEM	1 MES	1 AÑO	2011
MERVAL	2.433	-4,9%	-7,3%	-27,1%	-30,9%
MERVAL ARGENTINA	1.892	-4,1%	-9,0%	-32,5%	-36,2%
BURCAP	8.557	-4,2%	-5,7%	-24,4%	-27,8%
BOVESPA	56.097	-4,4%	-1,6%	-16,7%	-19,1%
MEXBOL	36.055	-2,7%	-1,8%	-4,7%	-6,5%
DOW JONES	11.866	-2,7%	-0,3%	3,2%	2,5%
S&P 500	1.220	-3,3%	-1,4%	-1,9%	-3,0%
ALEMANIA DAX	5.702	-4,9%	-3,6%	-18,8%	-17,5%
FTSE 100	5.387	-2,9%	-2,2%	-8,4%	-8,7%
NIKKEI	8.402	-3,7%	-0,7%	-18,5%	-17,9%
SHANGAI COMPOSITE	2.225	-4,6%	-9,8%	-23,2%	-20,8%

Fuente: Reuters

RENTA FIJA	PRECIO	YIELD	V. SEM (bp)	V. MES (bp)	V. 2011 (bp)
PRE 09 (\$)	192,0	10,6	-108	-247	600
PRO 12 (\$)	253,0	13,4	74	-165	842
BODEN 2014 (\$)	164,0	12,3	-26	-445	678
BOGAR (\$)	206,3	13,5	44	-183	830
PRO 13 (\$)	97,4	15,8	37	-163	699
PAR (\$)	46,0	10,5	47	-57	385
DISCOUNT (\$)	124,5	13,1	45	-60	599
BODEN 2012 (u\$s)	460,7	-9,9	-184	-397	-1431
BODEN 2013 (u\$s)	452,5	-5,2	-79	-263	-953
BODEN 2015 (u\$s)	421,9	8,0	28	-8	-17
DISCOUNT (u\$s)	450,0	11,4	-5	17	182
PAR (u\$s)	155,1	10,9	40	72	156

Fuente: Reuters

GLOSARIO

m/m	Variación mes actual contra mes anterior	mm	En millones
a/a	Variación mes actual contra igual mes del año anterior	p.p.	Puntos porcentuales
Anual	Variación acumulado al último mes contra igual acumulado año anterior	p.b.	Puntos básicos

Fuentes: INDEC, BCRA, Mecon, Reuters, UTDT – CIF, FIEL, DGEyC – GCBA.

Estudios Económicos Banco Ciudad de Buenos Aires

ECONOMISTA JEFE

Luciano Laspina

ESTUDIOS MACROECONÓMICOS Y SECTORIALES

Alejo Espora (coordinador)

Nadina Bassini

Matías Carugati

Luciana Arnaiz

Esteban Albisu

ESTUDIOS MICROECONÓMICOS Y FINANCIEROS

Elena Cafaldo (coordinadora)

María Natalia Dompé Bac

Eleonora Rodríguez

Gustavo Perez

Natalia Alessandroni

ASISTENTE

Marcela Flores

Prensa

Sarmiento 611

Ciudad Autónoma de Buenos Aires

República Argentina

Tel. (54-11) 4329-8717 • prensa@bancociudad.com.ar

EL PRESENTE INFORME NO PODRÁ INTERPRETARSE O CONSIDERARSE COMO UN ASESORAMIENTO PROFESIONAL PARA EFECTUAR DETERMINADA OPERACIÓN FINANCIERA. EL BANCO CIUDAD DE BUENOS AIRES, NI SUS DIRECTORES, AGENTES O EMPLEADOS SERÁN RESPONSABLES POR CUALQUIER PÉRDIDA O DAÑO, YA SEA PERSONAL O PATRIMONIAL, QUE PUDIERA DERIVARSE DIRECTA O INDIRECTAMENTE DEL USO Y APLICACIÓN DEL CONTENIDO DE ESTE REPORTE.
PARA LA REPRODUCCIÓN TOTAL O PARCIAL AGRADECEMOS CITAR LA FUENTE.