

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

Investigadores:

Jorge Vasconcelos
(Coordinador)

Editorial
Gustavo Reyes

En Foco 1
Juan Manuel Garzón

En Foco 2
Hernán Ruffo

En Foco 3
Joaquín Berro Madero

En Foco 4
Augusto Terracini

En Foco 5
Eliana Miranda

Edición y
compaginación:
Karina Lignola

www.ieral.org

Editorial:	Los controles sacrifican la integración financiera al mundo en pos de estabilidad cambiaria e independencia monetaria; ¿cuán sustentable es el esquema?	2
•	Los cupos en el mercado cambiario son una consecuencia de seguir utilizando al tipo de cambio como ancla antiinflacionaria, en un contexto en el que la emisión monetaria no cede	
•	La devaluación del peso se recortó de 1% a 0,6% en noviembre, pero la tasa de expansión monetaria se triplicó respecto de octubre	
•	A diferencia de Argentina, la mayoría de los países emergentes está siguiendo una política diferente, con tipos de cambios más flexibles y una creciente integración financiera con el mundo	
En Foco 1:	El agro no podrá repetir en 2012 los récords de 2011: habría una merma de u\$s 2,7 mil millones en exportaciones y de u\$s 770 millones en la recaudación	8
•	En el escenario base de IERAL, la cosecha de la campaña 2011/12 alcanzaría a 100 millones de toneladas	
•	Con los precios actuales, el ingreso de los productores alcanzaría a 21,3 mil millones de dólares en 2012, que compara con 25 mil millones de dólares de 2011	
•	Las exportaciones de granos y derivados para 2012 se proyectan en u\$s 28,4 mil millones, frente a un estimado de u\$s 31 mil millones en 2011	
En Foco 2:	Para estabilizar la tasa de desempleo en 7,2%,+ se requiere que el PIB crezca al menos un 3% en 2012	23
•	En caso que aumente la tasa de actividad en 0,4 puntos porcentuales, entonces el umbral de crecimiento es más exigente, en torno a 5%	
•	Pese a que descendió un andarivel, es significativo el número de ocupados con antigüedad menor a 3 meses: son 913 mil empleos, de los cuales 2/3 son informales	
•	Desde 2003, se crearon 2.5 millones de empleos formales netos en el sector privado	
En Foco 3:	Las cuentas sueldos alcanzan a 6,5 millones, con un monto promedio acreditado de 4.096 pesos	28
•	Luego de un magro 2009 y 2010, la cantidad de cuentas sueldo del sistema financiero creció 7% en 2011	
•	Por su parte, el monto promedio acreditado crece a un ritmo acumulado de 24,4% interanual promedio desde 2006	
•	Sin embargo, en el último período se ha desacelerado el ritmo de crecimiento del monto promedio acreditado, con una variación de 11,9% entre setiembre de 2010 e igual mes de 2011	
En Foco 4:	La dolarización de depósitos, un fenómeno casi exclusivamente porteño	32
•	En Capital, el 37% del total de depósitos está constituido en moneda extranjera, un guarismo que baja significativamente en el resto del país: la segunda provincia en dolarización de depósitos es Mendoza, con el 6,2%,	
•	La relación depósitos y créditos ha experimentado cambios significativos en los últimos años cuando se focalizan las operaciones en pesos	
•	Las provincias en las que la evolución de los ahorros ha sido mucho más dinámica que los créditos son mineras, caso de Catamarca y San Juan. Por su parte, Salta y Misiones se destacan por el hecho que allí los préstamos han evolucionado a un ritmo mayor que los depósitos	
En Foco 5:	Internacional: Un fin de año signado por tasas de desempleo inusualmente elevadas en el mundo desarrollado	38
•	En Estados Unidos el número de personas sin empleo asciende a 13.3 millones, mientras en la Eurozona es de 16,3 millones	
•	En Estados Unidos los riesgos de recesión parecen alejarse, con 24 meses consecutivos de expansión, tanto en los indicadores de la industria como de los servicios	
•	En la Eurozona las últimas noticias lucen auspiciosas, aún en un contexto crítico, con la inyección de liquidez de 490 mil millones de euros aprobada por el BCE a favor de las entidades bancarias	

Editorial

Los controles sacrifican la integración financiera al mundo en pos de estabilidad cambiaria e independencia monetaria; ¿cuan sustentable es el esquema?

- Los cupos en el mercado cambiario son una consecuencia de seguir utilizando al tipo de cambio como ancla antiinflacionaria, en un contexto en el que la emisión monetaria no cede
- La devaluación del peso se recortó de 1% a 0,6% en noviembre, pero la tasa de expansión monetaria se triplicó respecto de octubre
- A diferencia de Argentina, la mayoría de los países emergentes está siguiendo una política diferente, con tipos de cambios más flexibles y una creciente integración financiera con el mundo

La profundización reciente de los controles cambiarios en Argentina es una clara muestra de la necesidad del Banco Central de optar entre distintos objetivos de política económica. El conflicto entre los objetivos de política económica de Independencia Monetaria (política monetaria autónoma), Estabilidad Cambiaria e Integración Financiera con el mundo (ausencia de controles a la movilidad de capitales) en la literatura se conoce como la "Trinidad Imposible"¹. Si bien todos estos objetivos son deseables de ser alcanzados², el "Trilema" establece que solamente dos de éstos son posibles de ser alcanzados al mismo tiempo y por lo tanto el tercero debe ser abandonado (Ver recuadro al final del texto para una simple explicación de la imposibilidad de alcanzar los tres objetivos simultáneamente).

¹ Ver, Krugman, P. y Obstfeld, M., (2006) "Economía Internacional", páginas 686/689, 7ma. Edición Addison Wesley, Madrid.

² En grandes rasgos, la autonomía monetaria es deseable para poder manejar la tasa de interés y amortiguar shocks externos adversos, la estabilidad cambiaria para anclar los precios de la economía y la integración financiera para potenciar el mercado de capitales y el financiamiento.

La necesidad de utilizar el tipo de cambio para anclar las expectativas de inflación (en niveles altos pero estables)³ por un lado y el rojo de las cuentas fiscales junto con el objetivo de impulsar fuertemente al consumo, por otro lado; llevaron al Banco Central en Argentina (BCRA) a priorizar los objetivos de Estabilidad Cambiaria e Independencia Monetaria⁴ por sobre el de Integración Financiera con el mundo.

De acuerdo a estudios internacionales⁵, la elección tomada por el BCRA va a contramando de las decisiones que han realizado el promedio de países emergentes en los últimos 20 años. A diferencia de nuestro país, estas economías se han movido hacia tipos de cambios más flexibles (para evitar los clásicos problemas de atrasos cambiarios y sus consecuentes crisis cambiarias) con una creciente integración financiera con el mundo (para impulsar la inversión aprovechando el financiamiento externo) y han resignado una menor autonomía en la política monetaria en post de mantener baja la tasa de inflación.

Si bien la elección del BCRA de resignar la integración financiera al mundo a través de los controles cambiarios no ha estado en línea con la tendencia de los países emergentes, dicha decisión no resulta extraña ya que profundiza la elección que la autoridad monetaria en Argentina viene priorizando en los últimos tiempos. De acuerdo a un índice construido por economistas del National Bureau of Economic Research de Estados Unidos y de la Universidad de Portland⁶ que analiza la evolución del Trilema mencionado anteriormente para 171 países, la autoridad monetaria de nuestro país ya había relegado el objetivo de integración financiera del mundo en post de la estabilidad cambiaria y de la política monetaria autónoma, por lo cual los controles implementados a fines de octubre ratifican y profundizan esta elección de objetivos en conflictos.

³ Los precios internos de los bienes que son pasibles de ser exportados e importados están fuertemente influidos por la cotización del dólar oficial.

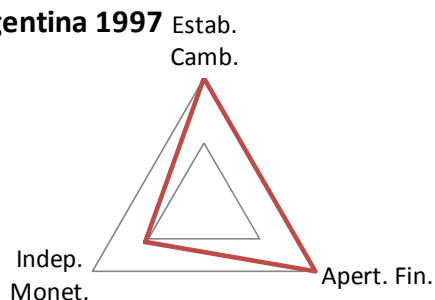
⁴ Poder utilizar la emisión monetaria para financiar el déficit fiscal y dotar de abundante liquidez al sistema financiero.

⁵ Aizenman, Joshua (2010). "The Impossible Trinity (aka The Policy Trilemma)", http://web.pdx.edu/~ito/Tril_Aizenman_Dic.pdf, pág.6.

⁶ Aizenman, J., Chinn, M. e Ito, http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm

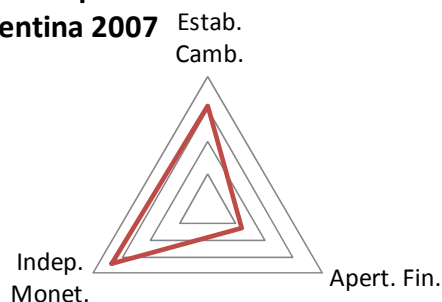
Trinidad Imposible:

Argentina 1997



Trinidad Imposible:

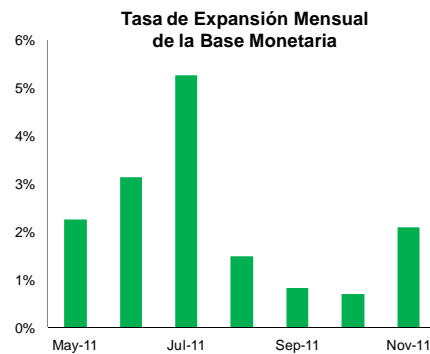
Argentina 2007



Fuente: Aizenman, J, Chinn, M. and Ito, H., "The Trilemma Indexes", http://web.pdx.edu/~ito/trilemma_indexes.htm

Si bien los controles cambiarios implican abandonar el objetivo de la integración financiera al mundo con su consecuente costo en términos de acceso a financiamiento, le permite al Banco Central en el corto plazo mantener su política monetaria expansiva reduciendo las presiones sobre el mercado cambiario oficial⁷. Este resultado se observa claramente en los datos del último mes de noviembre donde el Banco Central volvió a expandir muy fuerte la Base Monetaria (se triplicó la tasa de expansión monetaria mensual respecto de octubre), casi congelando el dólar oficial (la devaluación promedio mensual se redujo del 1% al 0.6%) y con una pérdida de reservas (en promedio u\$s 70 millones diarios) originada en el drenaje de los depósitos en dólares (caída de encajes bancarios) pero no por la venta de divisas en el mercado cambiario (que fue prácticamente nula mientras que en octubre había alcanzado un promedio de u\$s 105 millones diarios).

⁷ Los controles cambiarios surgieron como respuesta a la negativa del Banco Central tanto de aumentar más el tipo de cambio oficial como de seguir vendiendo reservas para equilibrar el exceso de demanda de divisas en el mercado cambiario. De esta forma, el ajuste de la escasez de divisas se produjo mediante el aumento en la cotización del dólar Blue y en la consolidación de altas tasas de interés reflejando las expectativas de devaluación del tipo de cambio oficial.



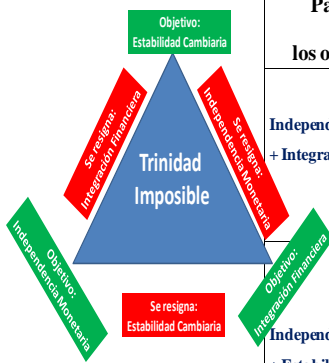
Si bien es cierto que a la mayor cantidad de pesos emitidos por el BCRA en el corto plazo le resulta complicado trasladarse al mercado cambiario por las presiones de los controles, es también verdad que este resultado sólo puede mantenerse en el corto plazo y que en la medida que la expansión monetaria continúe a un ritmo importante, las presiones volverán a aparecer por distintas vías aún con la vigencia de los controles. Esto es así porque en la medida que la emisión monetaria no esté acompañada por un crecimiento en igual proporción de la demanda de pesos, se genera en el mercado un excedente de moneda doméstica que tarde o temprano termina canalizándose por los siguientes canales:

- Mayor demanda de bienes, si no es acompañada por una mayor producción (generalmente crecen a distinto ritmo), se traduce en presiones inflacionarias que aumentan las expectativas de devaluación y afectan al mercado cambiario informal. Por otro lado, la mayor demanda de bienes también impulsa las importaciones y éstas terminan presionando al dólar oficial y/o a las reservas del BCRA.
- El otro canal que afecta al mercado cambiario es más directo y se relaciona con la mayor liquidez derivada del exceso de pesos en la economía que, en una economía con faltante de divisas, tarde o temprano también termina canalizándose directamente sobre el dólar en el mercado informal.

Es decir, aún cuando la elección de objetivos en el trilema del Banco Central le permita en el corto plazo una mayor autonomía en su política monetaria, en la medida que el BCRA emita pesos por encima de lo que la gente desea mantener (demanda de dinero), las presiones cambiarias volverán a aparecer junto con eventuales turbulencias en los mercados financieros. Este mecanismo fue muy común en gran parte de las economías emergentes durante la segunda parte de los 80's y en Argentina en particular en los 70's y 80's donde a pesar de fuertes controles cambiarios, debido a políticas monetarias (y fiscales) inconsistentes se produjeron importantes turbulencias en los mercados financieros que afectaron muy negativamente a la economía. Claramente, la sola presencia de rígidos controles cambiarios no evitar estas secuelas.

Por otro lado, la actual rigidez de la política cambiaria junto con una importante expansión de la Base Monetaria no parecen ser los instrumentos adecuados para afrontar los desafíos que plantea el actual contexto externo (menores precios de exportaciones, devaluaciones de países vecinos, etc.) ni las elevadas expectativas de inflación que subsisten. El programa monetario del 2012 quizás nos ayude a visualizar si estas políticas van a continuar o no en el próximo año. Por ahora, los últimos datos disponibles del mercado monetario y cambiario muestran las inconsistencias referidas.

La Trinidad Imposible del Banco Central



Para lograr los objetivos de:	El Banco Central debe resignar:
Independencia Monetaria + Integración Financiera	Estabilidad Cambiaria: la política monetaria activa actúa sobre las tasas de interés, éstas gatillan salidas y entradas de capitales generando alteraciones en los tipos de cambios. Ejemplo: este es el caso históricamente ha elegido en Estados Unidos utilizando como instrumento monetaria a la tasa de interés de corto plazo con alta integración financiera al mundo pero resignando la estabilidad en su tipo de cambio.
Independencia Monetaria + Estabilidad Cambiaria	Integración Financiera: al establecer controles en los movimientos de capitales, en el corto plazo se reducen las presiones cambiarias derivadas de las políticas monetarias. Ejemplo: en la segunda parte de los 80's la mayoría de los países en desarrollo optaban la estabilidad cambiaria y la autonomía de la política monetaria para poder monetizar sus déficit fiscales asumiendo el costo de tener que abandonar la integración financiera al mundo a través de controles cambiarios para evitar que el financiamiento monetario se tradujera en fuertes salidas de capitales.
Estabilidad Cambiaria + Integración Financiera	Independencia Monetaria: fijar el tipo de cambio en presencia de integración financiera no le permite al Banco Central utilizar activamente su política monetaria. Ejemplo: este es el caso elegido por Argentina en la Convertibilidad y es actualmente la opción que tomaron los países encuadrados en la Euro Zona.

En Foco 1

El agro no podrá repetir en 2012 los récords de 2011: habría una merma de u\$s 2,7 mil millones en exportaciones y de u\$s 770 millones en la recaudación

- En el escenario base de IERAL, la cosecha de la campaña 2011/12 alcanzaría a 100 millones de toneladas
- Con los precios actuales, el ingreso de los productores alcanzaría a 21,3 mil millones de dólares en 2012, que compara con 25 mil millones de dólares de 2011
- Las exportaciones de granos y derivados para 2012 se proyectan en u\$s 28,4 mil millones, frente a un estimado de u\$s 31 mil millones en 2011

Síntesis

Bajo un escenario de producción y precios que puede ser considerado moderado, el que supone un volumen de 100 millones de toneladas y precios similares a los niveles actuales (soja a cosecha U\$S 435), la campaña agrícola 2011/2012 dejará:

- a) Una reducción en los ingresos brutos de los productores (ingresos por ventas) de aproximadamente US\$ 3.730 millones, un 14,9% menos respecto de la campaña 2010/2011.
- b) Una reducción en el flujo de divisas asociadas a la exportación de granos y derivados de US\$ 2.700 millones, un 8% respecto del 2011.
- c) Una reducción de la recaudación de derechos de exportación del 2012 de US\$ 770 millones, un 8% respecto de lo que se habrá recaudado este año.
- d) Estos números pueden verse deteriorados si la producción no llega a las 100 millones de toneladas o si los precios continúan descendiendo en los próximos meses. Lo contrario sucedería si la producción lograra rindes y volúmenes históricos o si los precios internacionales volviesen a responder a fundamentos alcistas (todavía existen en el mercado) y se posicionaran algún escalón más arriba de lo que actualmente indican los mercados de futuros.

- e) Por otra parte, dado que todos los cálculos están en dólares, es importante mencionar que si el dólar pierde poder de compra en el mercado interno argentino en el 2012, situación que se presentaría en el caso en que la tasa de depreciación de la moneda extranjera fuera menor que la tasa de inflación, la campaña agrícola 2011/2012 tendría efectos más contractivos que los enunciados en cualquiera de sus escenarios de precios externos y volúmenes.

Introducción

Varios motores que impulsaron el crecimiento este año están mostrando signos de desaceleración y/o agotamiento, caso de la demanda brasileña, el crédito bancario o el poder de compra de los salarios. Bajo este nuevo contexto que se avecina resulta muy importante analizar lo que puede ocurrir con la economía agrícola el año entrante. Una buena campaña agrícola puede actuar como sostén de la actividad económica y fiscal, tal como sucediera en otras oportunidades, pero una mala campaña puede acentuar problemas e incluso generarlos.

En esta columna se hace un análisis, en primer lugar, de los principales parámetros que son relevantes para determinar el aporte económico del agro. Se analizan en particular las proyecciones y los consensos en materia de producción y lo que está sucediendo con los precios internacionales.

Luego se realiza una aproximación a partir de la construcción de escenarios de lo que puede pasar con los ingresos brutos de los productores (ingresos por ventas), los dólares asociados a las exportaciones de granos y sus derivados, y la recaudación generada por la aplicación de derechos de exportación. Estas son probablemente las tres variables que en conjunto terminan definiendo el impacto del sector sobre la macroeconomía y las finanzas públicas del país.

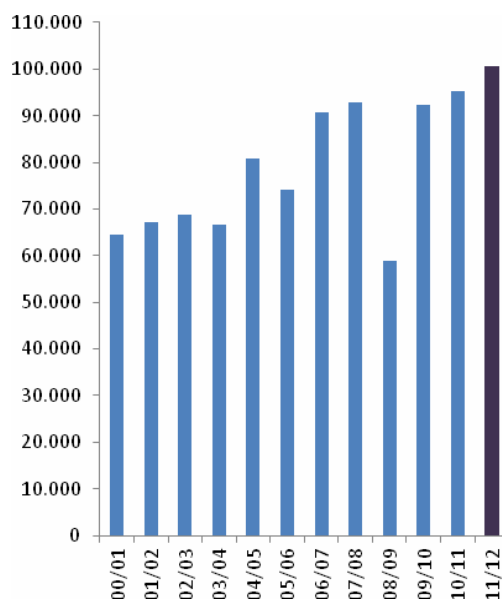


Volumen de producción esperado para la campaña 2011/2012

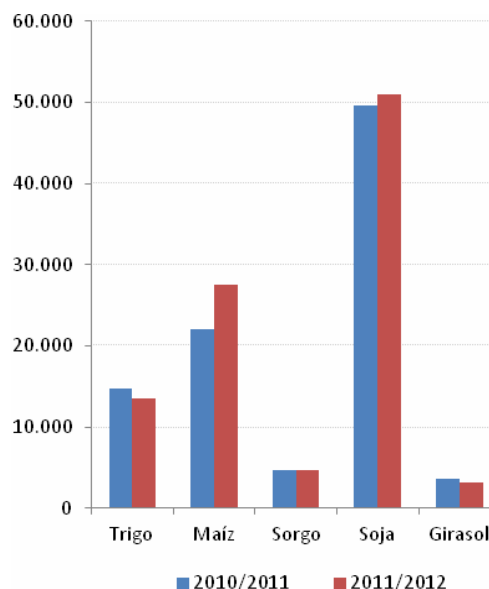
Es probable que la producción conjunta de los principales granos de la región pampeana (soja, maíz, trigo, sorgo, girasol y maní) se aproxime a las 100 millones de toneladas, lo que sería un nuevo récord histórico de producción. El mayor flujo de granos se lograría de la mano de buenas condiciones climáticas (si bien la región permanecerá bajo un efecto Niña, este año el fenómeno tendría poca intensidad), las que permitirían lograr buenos rindes en un área sembrada un poco más generosa que en la campaña previa.

La situación esperada difiere según cultivo. Existe bastante consenso entre referentes del mercado de granos (Bolsas de Cereales, Ministerio de Agricultura, Departamento de Agricultura de Estados Unidos) en que habrá bastante más maíz (entre un 20% y 30% de aumento), y probablemente un poco más de soja (entre un 3% y 5%). Por el contrario, se reducirían las producciones de trigo y girasol y se mantendría relativamente constante la producción de sorgo.

**Evolución de la Producción Agrícola – Estimación
Campaña 2011/2012 – Miles de Tn.**



**Producción esperada por principales cultivos –
Comparación con campaña 2010/2011 – Miles de Tn.**



Fuente: IERAL con datos de USDA, MINAGRI, Bolsa de Cereales de Rosario y Bolsa de Cereales de Buenos Aires.

Precios internacionales de las commodities y sus fundamentos

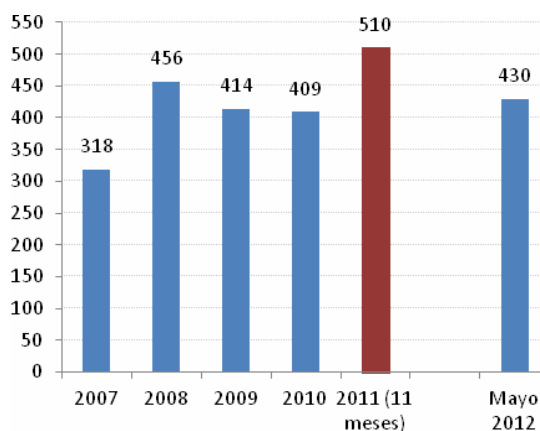
Luego de una suba muy importante en el último trimestre del 2010 y primeros dos trimestres del 2011, los precios de los granos se estabilizaron para luego empezar a caer. A pesar del retroceso final, el nivel de precios promedio del 2011 ha sido muy superior al de los años previos.

En efecto, en el caso de la soja, su valor promedio de 2011 (primeros 11 meses) asciende a US\$ 510 la tonelada, casi un 25% por encima de los valores promedio del 2009 y 2010. Lo pagado este año en el mercado internacional por la soja supera incluso en un 12% a los del 2008, anterior récord histórico.

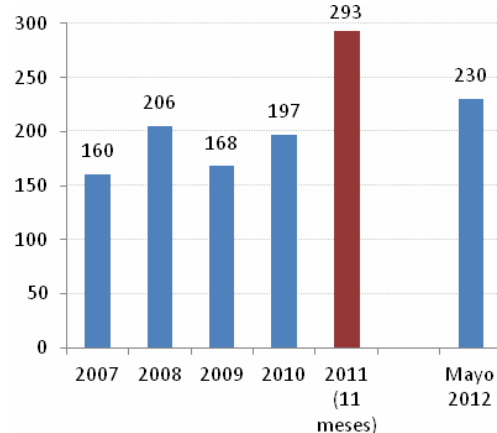
El mercado ha sido más alcista aún para el maíz. En 2011 (primeros 11 meses) el cereal cotizó a un promedio de US\$ 293 la tonelada, un 49% por encima del 2010 y un 75% por encima del 2009. Nótese que el anterior record histórico, de US\$ 206 de promedio, queda casi 90 dólares por debajo del promedio del 2011.

Estos valores tan elevados comenzaron a replegarse hacia el mes de setiembre. Actualmente los granos cotizan un par de escalones por debajo de su promedio 2011, situación que es confirmada por los mercados de futuros. Se espera una soja a US\$ 430 a cosecha y un maíz de US\$ 230. Nótese que siguen siendo muy buenos precios en perspectiva histórica, pero parecen “bajos” en relación a las elevadas cotizaciones observadas durante casi todo el 2011.

Precio FOB SOJA Puertos Argentinos – Promedio simple período – US\$ / Tn.



Precio FOB Maíz Puertos Argentinos – Promedio simple período



Fuente: IERAL con datos de MINAGR y Bolsas de Cereales.

Como se mencionara, los precios de las commodities comenzaron a deteriorarse desde el mes de setiembre. En el caso del maíz, se ha desandado la suba del 2011, encontrándose el cereal en los niveles de comienzos de año. En el caso de la soja, la baja ha sido más pronunciada, actualmente cotiza casi un 20% por debajo del nivel de enero de 2011. Adicionalmente, en las últimas semanas parece haberse frenado la baja en el maíz, no así en el caso de la soja.

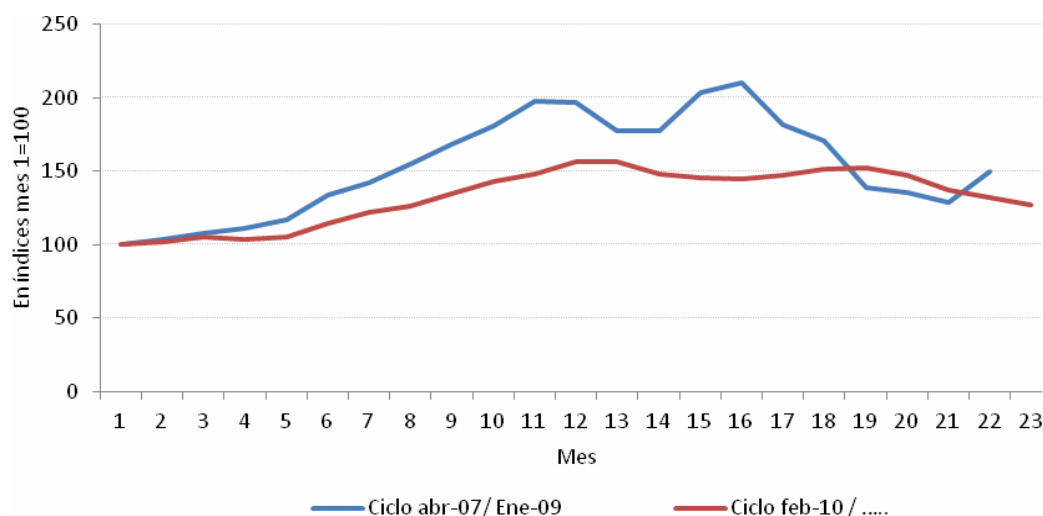
Es interesante comparar la anatomía del ciclo expansivo del precio de la soja del período 2007-2008 con el que se presenta en 2010-2011.

Desde abril de 2007 la soja comienza a encarecerse en el mercado internacional. Este proceso con algunas interrupciones duraría unos 16 meses. Luego vendrían 5 meses de caída y en el mes 22 (enero de 2009) volvería a observarse una tendencia ascendente. Debe advertirse que en este ciclo la soja llegaría a duplicar su valor en el pico y terminaría casi un 30% por encima del valor de inicio.

Desde febrero de 2010 se repite con nitidez un ciclo expansivo. La fase ascendente de este nuevo ciclo duraría un poco menos que la del anterior, dado que su pico está en los meses 12/13 (enero febrero 2011). Luego se estabilizan los precios para empezar a caer hacia fines del proceso, que todavía no ha terminado. En este ciclo la soja aumenta en pico un 50% su valor.

Nótese que el ciclo 2007/2008 es más profundo que el 2010/2011. El 2007/2008 finaliza al mes 21 mientras que el 2010/2011 no ha terminado aún (lleva 23 meses). En el primer ciclo la soja termina un 30% arriba, valor del que nunca bajaría luego. En el ciclo actual la soja está 27% arriba respecto de su valor de inicio aunque de continuar la tendencia de los últimos meses esta suba se acortaría.

**Evolución del precio internacional de la soja en ciclo actual y ciclo abril 2007/enero 2009.
En índices Mes 1=100**



Fuente: IERAL con datos de MINAGRI

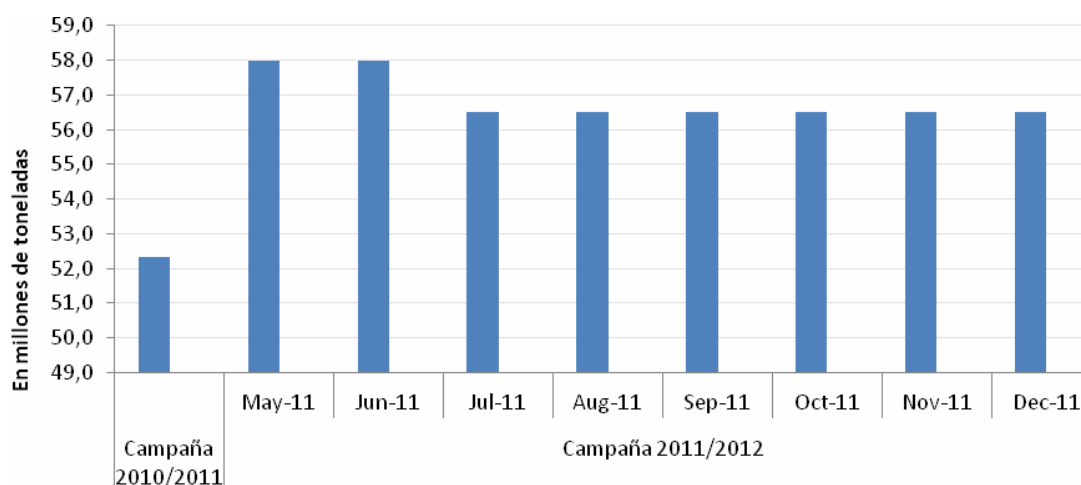
El deterioro de las condiciones económicas de los países de la periferia Europea aparece como una amenaza sobre toda la economía mundial, incluyendo países en desarrollo claves en el sostenimiento de los precios de las commodities.

Si bien es casi imposible pensar que los países emergentes podrán aislar sus economías de un contexto mundial menos saludable, no está claro todavía qué tan importantes serán los efectos concretos de la desaceleración económica mundial sobre las demandas de granos y alimentos de países específicos muy relevantes caso de China para el mercado de la soja.

El USDA proyecta desde hace varios meses un volumen de importaciones de soja de 56,5 millones de toneladas por parte de China, que representan un 8% más que la campaña anterior. En lo que va del 2011 el Departamento de Agricultura de Estados Unidos sólo realizó una corrección a la baja de las importaciones del gigante asiático en julio, recortando 1,5 millones

de toneladas. Pero desde ese mes no ha vuelto a ajustar las compras que realizará China de la oleaginosa.

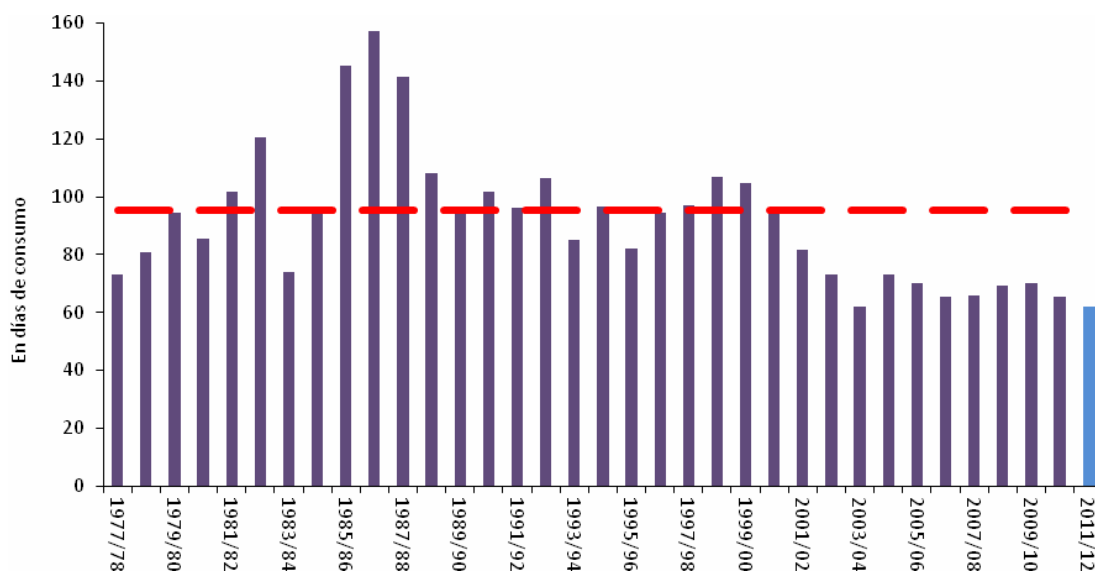
Importaciones de soja de China – Campaña 2010/2011 y Campaña 2011/2012 – Evolución de Proyecciones de USDA según mes



Fuente: IERAL con datos de USDA.

A pesar de la baja ininterrumpida que se observa en las últimas semanas, existen elementos como para ser optimistas y especular con una posible estabilización de los precios internacionales en los próximos meses. Por un lado, como ya se mencionara, la demanda de soja de China se sostiene a pesar de las malas noticias que llegan desde Europa. Por el otro, las existencias mundiales conjuntas de soja y maíz que quedarán hacia el final de la campaña 2011/2012 (confirmándose la producción y el consumo tal como hoy se proyectan), serán muy bajas respecto de los niveles históricos. En términos de días de consumo, los granos remanentes que quedarán al cierre del ciclo sólo alcanzan a cubrir 62 días de consumo, cuando en promedio en las últimas tres décadas los saldos no utilizados permitían garantizar 95 días de consumo.

Stocks mundiales conjuntos de soja y maíz al cierre de cada campaña – Expresados en días de consumo.



Fuente: IERAL con datos de USDA.

Ingresos brutos de los productores, derechos de exportación y divisas

A continuación se presentan estimaciones de distintas variables asociadas a la macro de la campaña agrícola 2011/2012. En particular, se han construido 9 escenarios que surgen de combinar 3 proyecciones posibles de precios internacionales con otras tantas proyecciones de producción interna.

En materia de precios internacionales se trabaja con tres posibilidades:⁸

⁸ A partir de los escenarios de precios internacionales se deducen los escenarios de precios internos. Se supone como es de esperar que los segundos siguen a los primeros y que los derechos de exportación y los descuentos por efecto cupos en cereales continúan en niveles similares.



- a) Una estabilización de los precios en niveles cercanos a los que actualmente muestran los futuros. En este caso, por ejemplo, la soja mayo se valúa a US\$ 435 la tonelada. Este escenario sería el Escenario Base o Escenario Moderado en materia de precios.
- b) Un deterioro del 10% de los precios respecto de sus niveles hoy esperados a cosecha. En este caso la soja mayo se valúa a US\$ 391 la tonelada. Sería este escenario el más desfavorable en materia de precios. Implica que los granos cotizarían por debajo de los niveles observados en el período 2008-2011.
- c) Un aumento del 10% de los precios respecto de sus niveles hoy esperados a cosecha. En este caso la soja mayo se valúa a US\$ 479 la tonelada. Sería este escenario el más favorable en materia de precios.

En materia de producción se trabaja también con tres casos:

- a) Una producción de 100 millones de toneladas, que sería la que actualmente tiene más consenso entre los analistas. En este escenario la soja llega a 51 millones de toneladas y el maíz a 27,5 millones. Este escenario sería el Escenario Base o Escenario Moderado en materia de producción.
- b) Una producción de 105 millones de toneladas (+5%), que sería el escenario más favorable en volúmenes, se logran muy buenos rindes históricos, bajo un clima que acompaña. En este escenario la soja llega a 53,5 millones de toneladas y el maíz a 29 millones.
- c) Una producción de 95 millones de toneladas (-5%), que sería el escenario menos favorable, se logran buenos rindes pero no tan altos, el clima acompaña con ciertas limitaciones. En este escenario la soja llega a 48,5 millones de toneladas y el maíz a 26,1 millones.

Otros parámetros que se suponen en las proyecciones son las relaciones exportación / producción de todos los granos y sus principales derivados (se utilizan los valores que prevé el Departamento de Agricultura de Estados Unidos). Se considera que no habrá modificaciones de derechos de exportación en el período bajo análisis (hasta que se termine de comercializar toda la campaña), y que continuarán las restricciones cuantitativas a la exportación de cereales (maíz y trigo), las que alejan los precios internos de sus precios de paridad internacional.

Los ingresos brutos de los productores surgen de considerar los volúmenes y precios internos.⁹ En los 9 escenarios proyectados, los ingresos brutos se encuentran en un rango de entre US\$ 18.200 millones (escenario menos favorable en materia de precios y producción) y US\$ 24.600 millones (escenario más favorable en precios y producción). El Escenario Base se posiciona en US\$ 21.300.

Campaña 2011/2012 - Escenarios de ingresos brutos de productores* - En millones de dólares

	Escenarios producción			
	Base Menos 5%	Escenario Base	Base Más 5%	
Escenarios Precios	Futuros Menos 10% Valores Futuros a Cosecha	18,218	19,177	20,136
	Futuros Más 10%	20,244	21,309	22,374
		22,269	23,441	24,613

* Incluye soja, maíz, trigo, sorgo, maní y girasol.
Fuente: IERAL.

En la campaña 2010/2011 se estima que los ingresos brutos de los productores llegaron a US\$ 25.000 millones. Comparando esta última cifra con la de los escenarios proyectados, puede deducirse que en ningún caso se llegaría a la cifra de la campaña pasada. Las diferencias se encuentran en un rango de US\$ 425 millones de dólares a US\$ 6.820 millones. El escenario base está asociado a una reducción de US\$3.730 millones.

Campaña 2011/2012 - Escenarios de ingresos brutos de productores* - Diferencia respecto a campaña 2010/2011 - En millones de dólares

	Escenarios producción			
	Base Menos 5%	Escenario Base	Base Más 5%	
Escenarios Precios	Futuros Menos 10% Valores Futuros a Cosecha	-6,820	-5,860	-4,901
	Futuros Más 10%	-4,794	-3,730	-2,663
		-2,769	-1,597	-425

* Incluye soja, maíz, trigo, sorgo, maní y girasol.
Fuente: IERAL.

Hoy puede decirse que la campaña agrícola 2011/2012 viene con caída de ingresos brutos de producción, que según lo que suceda con los precios y los volúmenes puede ser de sólo el 2%

⁹ Precios FAS Rosario.

(bajo el escenario más favorable, donde se logran excelentes volúmenes y se observa una recuperación en los precios internacionales) o del 27% (escenario menos favorable, la producción es buena pero no excepcional, los precios se deterioran aún más). En el Escenario Base la reducción es del 14,9%.

Campaña 2011/2012 - Escenarios de ingresos brutos de productores* - Diferencia respecto a campaña 2010/2011 - En %

		Escenarios producción		
		Base Menos 5%	Escenario Base	Base Más 5%
Escenarios Precios	Futuros Menos 10%	-27.2%	-23.4%	-19.6%
	Valores Futuros a Cosecha	-19.1%	-14.9%	-10.6%
	Futuros Más 10%	-11.1%	-6.4%	-1.7%

* Incluye soja, maíz, trigo, sorgo, maní y girasol.

Fuente: IERAL.

Se construyeron los mismos 9 escenarios para las exportaciones de granos y derivados. De acuerdo a las estimaciones, el flujo de exportaciones se encontraría en un rango de entre US\$ 25.000 millones (menos favorable) y US\$ 32.000 millones (más favorable). En el Escenario Base las exportaciones ascienden a US\$ 28.500 millones aproximadamente. Se ha realizado una imputación anual de las campañas agrícolas (una pequeña parte de la 2010/2011 se imputa en 2012, mientras que la campaña 2011/2012 se imputa casi toda en 2012 pero una pequeña parte en 2013).

Escenarios de exportaciones de granos y sus principales derivados en 2012* - En millones de dólares

		Escenarios producción		
		Base Menos 5%	Escenario Base	Base Más 5%
Escenarios Precios	Futuros Menos 10%	25,063	26,114	27,164
	Valores Futuros a Cosecha	27,280	28,447	29,614
	Futuros Más 10%	29,497	30,780	32,064

* Incluye exportaciones de soja, maíz, trigo, sorgo, maní, girasol, harina de soja, harina de girasol, aceite de soja y aceite de girasol. Fuente: IERAL.

Bajo la misma metodología de estimación surge que el flujo de exportaciones del 2011 habrá ascendido a US\$ 31.100 millones. Comparando esta última cifra con las proyecciones surge que en la mayoría de los casos el flujo de divisas caería en el 2012. En efecto, en 8 de los 9 casos se

contraería en un rango que va desde los US\$ 350 millones hasta los US\$ 6.000 millones (escenario más adverso). En el Escenario Base, la reducción de divisas sería de US\$ 2.700 millones.

Escenarios de exportaciones de granos y sus principales derivados en 2012* - Variación respecto a 2011 - En millones de dólares

	Escenarios producción			
	Base Menos 5%	Escenario Base	Base Más 5%	
Escenarios Precios	Futuros Menos 10%	-6,062	-5,012	-3,962
	Valores Futuros a Cosecha	-3,846	-2,679	-1,512
	Futuros Más 10%	-1,629	-346	938

* Incluye exportaciones de soja, maíz, trigo, sorgo, maní, girasol, harina de soja, harina de girasol, aceite de soja y aceite de girasol. Fuente: IERAL.

Por último, la recaudación de derechos de exportación se encontraría en un rango de entre US\$ 7.700 millones y US\$ 9.800 millones. Un comentario respecto a la estimación: se trabaja con exportaciones para el ciclo comercial de cada cultivo y de la campaña, pero luego se realiza una imputación anual (se reconoce que una parte de las exportaciones de la campaña 2011/2012 se terminarán por concretar en el 2013).

Escenarios de recaudación de derechos de exportación sobre granos y sus principales derivados en 2012* - En millones de dólares

	Escenarios producción			
	Base Menos 5%	Escenario Base	Base Más 5%	
Escenarios Precios	Futuros Menos 10%	7,702	8,017	8,331
	Valores Futuros a Cosecha	8,366	8,716	9,066
	Futuros Más 10%	9,031	9,415	9,800

* Incluye exportaciones de soja, maíz, trigo, sorgo, maní, girasol, harina de soja, harina de girasol, aceite de soja y aceite de girasol. Fuente: IERAL.

Utilizando el mismo método de estimación (para hacer consistente la comparación), el aporte de derechos de exportación del complejo de granos y derivados bajo análisis habrá ascendido a US\$ 9.480 millones en el 2011. Comparando esta última cifra con los escenarios proyectados para el año entrante, se encuentra que pocos de ellos la superan.

Escenarios de recaudación de derechos de exportación sobre granos y sus principales derivados en 2012* - Variación respecto a 2011 - En millones de dólares

		Escenarios producción		
		Base Menos 5%	Escenario Base	Base Más 5%
Escenarios Precios	Futuros Menos 10%	-1,781	-1,466	-1,151
	Valores Futuros a Cosecha	-1,116	-766	-417
	Futuros Más 10%	-452	-67	318

* Incluye exportaciones de soja, maíz, trigo, sorgo, maní, girasol, harina de soja, harina de girasol, aceite de soja y aceite de girasol.
Fuente: IERAL.

La recaudación de derechos de exportación podría crecer en dólares sólo en un escenario de fuerte crecimiento de la producción y de recuperación de precios internacionales. En el Escenario Base, el aporte de derechos de exportación se reduciría en casi US\$ 770 millones (8%). De deteriorarse los precios o lograrse una producción no tan importante, la reducción de derechos de exportación podría superar los US\$ 1.500 millones (15%).

Escenarios de recaudación de derechos de exportación sobre granos y sus principales derivados en 2012* - Variación respecto a 2011 - En porcentajes.

		Escenarios producción		
		Base Menos 5%	Escenario Base	Base Más 5%
Escenarios Precios	Futuros Menos 10%	-18.8%	-15.5%	-12.1%
	Valores Futuros a Cosecha	-11.8%	-8.1%	-4.4%
	Futuros Más 10%	-4.8%	-0.7%	3.4%

* Incluye exportaciones de soja, maíz, trigo, sorgo, maní, girasol, harina de soja, harina de girasol, aceite de soja y aceite de girasol.
Fuente: IERAL.

En síntesis, bajo un escenario de producción y precios que puede ser considerado moderado, que supone un volumen de 100 millones de toneladas y precios similares a los niveles actuales (soja a cosecha U\$S 435), la campaña agrícola 2011/2012 dejará:



- a) Una reducción en los ingresos brutos de los productores (ingresos por ventas) de aproximadamente US\$ 3.730 millones, un 14,9% menos respecto de la campaña 2010/2011.
- b) Una reducción en el flujo de divisas asociadas a la exportación de granos y derivados de US\$ 2.700 millones, un 8% respecto del 2011.
- c) Una reducción de la recaudación de derechos de exportación del 2012 de US\$ 770 millones, un 8% respecto de lo que se habrá recaudado este año.
- d) Estos números pueden verse deteriorados si la producción no llega a las 100 millones de toneladas o si los precios continúan descendiendo en los próximos meses. Lo contrario si la producción logra rindes y volúmenes históricos o si los precios internacionales vuelven a responder a fundamentos alcistas (todavía existen en el mercado).
- e) Por otra parte, dado que todos los cálculos están en dólares, es importante mencionar que si el dólar pierde poder de compra en el mercado interno argentino en el 2012, situación que se presentaría en el caso en que la tasa de depreciación de la moneda extranjera fuera menor que la tasa de inflación, la campaña agrícola 2011/2012 tendría efectos más contractivos que los enunciados en cualquiera de sus escenarios de precios externos y volúmenes.

En Foco 2

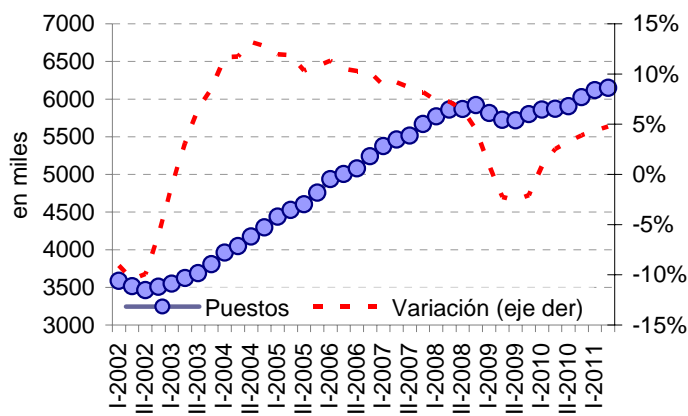
Para estabilizar la tasa de desempleo en 7,2%,+ se requiere que el PIB crezca al menos un 3% en 2012

- En caso que aumente la tasa de actividad en 0,4 puntos porcentuales, entonces el umbral de crecimiento es más exigente, en torno a 5%
- Pese a que descendió un andarivel, es significativo el número de ocupados con antigüedad menor a 3 meses: son 913 mil empleos, de los cuales 2/3 son informales
- Desde 2003, se crearon 2.5 millones de empleos formales netos en el sector privado

El crecimiento del empleo ha sido central en el escenario económico y social desde el fin de la crisis 2001/2002. Es claro que, con una tasa de desempleo muy elevada (un 16% en 2004), un salario todavía devaluado, capacidad ociosa y un fuerte crecimiento económico, la demanda de empleo tenía un amplio espacio por recorrer.

La creación de empleo no solucionó los problemas sociales y de distribución del ingreso de manera instantánea. Por el contrario, fue absorbiendo gradualmente a la oferta excedente de trabajo. La posibilidad de insertarse en el mercado laboral mejoró las perspectivas de los desempleados y de los trabajadores

Puestos de trabajo declarados - Sector privado



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a SIJP-SIPA

con empleos de menor estabilidad. Adicionalmente, la persistencia en la creación de empleo fue también mejorando la calidad del empleo total, reduciendo la tasa de informalidad, mejorando el salario y la calidad del empleo en general.

En total, los puestos privados formales pasaron de 3.6 millones en 2003 a poco más de 6 millones en mayo 2011, creándose unos 2.5 millones de puestos netos.

Los nuevos empleos

La cantidad de empleo generado en las áreas urbanas ha sido sustancial. Por ejemplo, la proporción de nuevos ocupados (ocupados con menos de tres meses de antigüedad) era del 13% en 2004, representando alrededor de 1.1 millones por trimestre. En el sector formal llegó a 134 mil, representando un 11% del total. Los nuevos ocupados, de hecho, se concentran en el sector informal. En efecto, el 65% de los ocupados con menos de 3 meses de antigüedad son asalariados informales, considerando el período 2004 y 2011.¹⁰

Es decir que dos de cada 3 puestos creados son informales. A pesar de esta elevada ponderación, la tasa de informalidad ha descendido. Esto es debido a que la destrucción de empleo informal es también sustancial, dado que los puestos informales tienden a concentrarse en empresas de baja productividad y alta volatilidad.

En cualquier caso, esta fuerte creación de empleo ha sido importante no sólo por el aumento del empleo neto sino también por el hecho de que permite absorber a los trabajadores desocupados. En otras palabras, incluso con una fuerte rotación (alta creación y destrucción de empleo, como en el caso de los puestos informales), los trabajadores desocupados tienen oportunidades efectivas de emplearse.

¹⁰ Datos de la EPH excluyendo a los aglomerados de San Nicolás, Rawson y Viedma (dado que se incorporan durante el período). Los datos de cada año refieren al primer semestre. Se toma como nuevos ocupados a los que tienen menos de 3 meses de antigüedad. Este indicador aproxima la creación bruta de empleo.

Creación de empleo - Nuevos ocupados

Cantidad de ocupados con antigüedad menor a 3 meses, en miles

	Total	Asal.	Asal.	Otros
		Formales	Informales	
2004	1159	135	748	276
2005	1088	138	744	207
2006	1082	147	725	210
2007	1091	177	727	187
2008	1017	224	640	153
2009	935	162	581	191
2010	910	160	579	171
2011	913	178	562	173

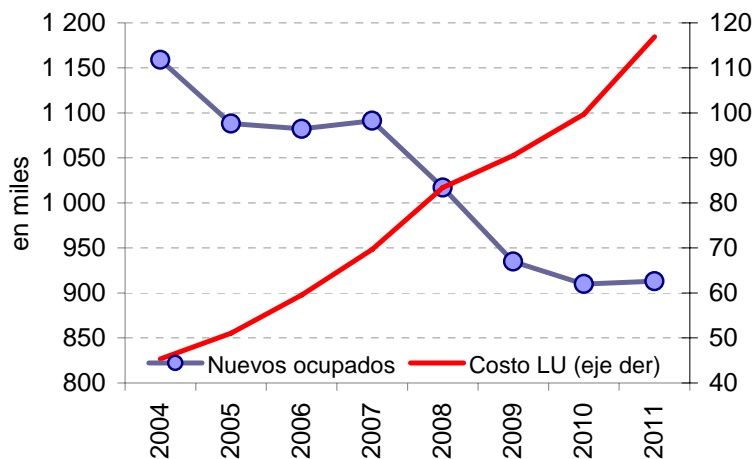
Nota: Se excluye a los aglomerados de San Nicolás, Rawson y Viedma. Los datos de cada año refieren al primer semestre. Se toma como nuevos ocupados a los que tienen menos de 3 meses de antigüedad.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a EPH

Desaceleración

Este fuerte dinamismo ha ido mermando a partir de 2008. En parte esto ocurre por la crisis internacional. Sin embargo, el crecimiento se ha recuperado y los nuevos puestos se han reducido. De hecho, mientras la cantidad de nuevos ocupados en 2006 llegaba a 1,1 millones, en 2011 alcanzan los 900 mil.

Nuevos ocupados y costo laboral

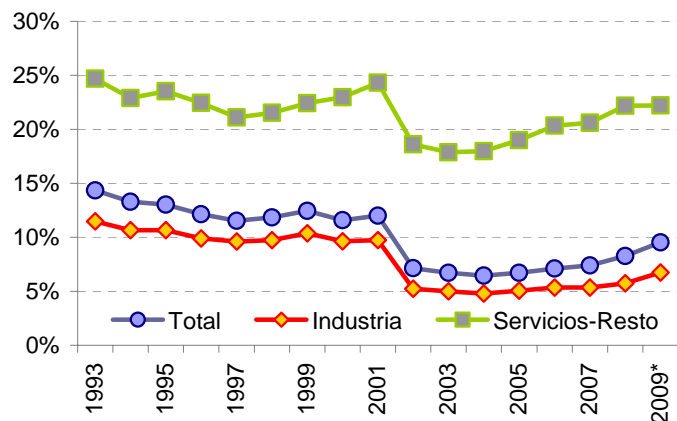


Nota: Nuevos ocupados: Cantidad de ocupados con menos de 3 meses de antigüedad. Costo Laboral: Índice del Costo laboral Unitario en Dólares en la industria manufacturera.

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a EPH, EIM y UIA

En parte, esta desaceleración se debe a que el factor trabajo ha incrementado su importancia. El Costo Laboral Unitario en dólares, por ejemplo, supera en más de un 40% los valores de 2008. Adicionalmente, según los datos de las grandes empresas, la proporción de salarios en relación a la facturación, un indicador de la relevancia del costo laboral, ha tendido a su nivel de 2001 o incluso probablemente los ha superado, como en el caso del sector servicios. Esto se da también en un contexto en donde el

Salarios / Facturación



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a ENGE

costo del capital y el acceso al crédito no ha mejorado para las empresas, mientras que la capacidad ociosa se ha agotado, lo que afecta el ritmo de expansión de los sectores más capital intensivos, incluida parte de la industria.

Estos cambios en los costos laborales tienden a reducir la cantidad de puestos creados por cada unidad adicional producida. En concreto, en el III.2011 la economía crecía a un ritmo cercano al 8%, mientras que el empleo lo hacía al 2.8%. Esto implica que por cada punto de crecimiento del producto, el empleo se expande 0.35 puntos. La capacidad de generar empleo con el mismo nivel de crecimiento se ha reducido en comparación con el 2006, cuando esta relación llegaba a 0.55.

Escenarios para 2012

En otras palabras, cada punto de empleo requiere actualmente 3 puntos de crecimiento del PIB, mientras que en el período 2004-2007 se necesitaba menos de 2 puntos de crecimiento del PIB por cada punto de crecimiento del empleo.

Para 2012, la tasa de desempleo podría mantenerse en torno al nivel actual de 7.2% en caso que la economía creciera a un ritmo de 3% anual. Sin embargo, es probable que la tasa de actividad continúe creciendo, aumentando la cantidad de trabajadores que participan del mercado laboral en proporción a la población que a su vez se incrementa a un ritmo de 1% anual. En ese caso, haría falta una expansión adicional. En concreto, si la tasa de actividad aumentara en 0.4 puntos porcentuales para fines de 2012, el crecimiento del PIB necesario para estabilizar la tasa de desempleo en 7,2% ya sería de 5%. ¿Podrá la economía argentina mantener ese ritmo de crecimiento en este contexto?

En Foco 3

Las cuentas sueldos alcanzan a 6,5 millones, con un monto promedio acreditado de 4.096 pesos

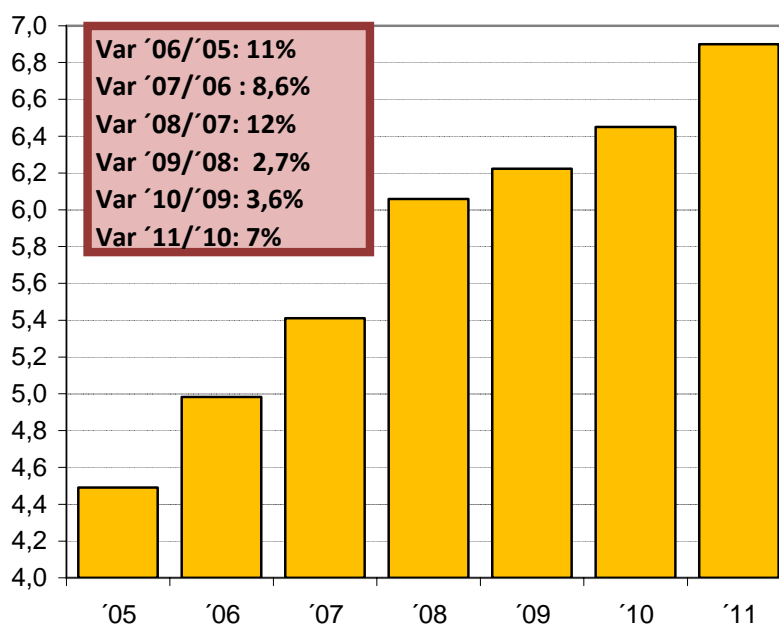
- Luego de un magro 2009 y 2010, la cantidad de cuentas sueldo del sistema financiero creció 7% en 2011
- Por su parte, el monto promedio acreditado crece a un ritmo acumulado de 24,4% interanual promedio desde 2006
- Sin embargo, en el último período se ha desacelerado el ritmo de crecimiento del monto promedio acreditado, con una variación de 11,9% entre setiembre de 2010 e igual mes de 2011

Los datos del Banco Central muestran que la cantidad de cajas de ahorro destinadas a la remuneración de salarios, las “cuentas sueldo”, recuperan parte del ritmo de expansión que perdieron durante la caída de actividad del año 2009 y 2010. Sin embargo, todavía no se alcanzan los guarismos de crecimiento observados en años anteriores (período 2006-2008).

Asimismo, se observan grandes diferencias en el cálculo del salario promedio real acreditado en este universo de cuentas. Esto es, en términos reales el salario promedio calculado arroja distintos resultados si se lo deflacta con datos del INDEC y con otros indicadores de evolución de precios.

Cuentas sueldo en el sistema financiero

millones de cajas de ahorro (promedio primeros 9 meses de cada año)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

Como se mencionó en informes previos, las cuentas sueldo conforman un buen proxy de la evolución del empleo y del salario formal de la economía de nuestro país. Si bien este proxy sufre cierta desactualización (el último dato disponible corresponde al mes de septiembre de 2011) y, se trata de apenas una muestra de la masa salarial total, los datos conforman un interesante indicador para medir la evolución del mercado laboral formal.

Como muestra el gráfico, la cantidad de cuentas sueldo abiertas en los bancos que muestran acreditaciones, ha evolucionado dinámicamente en los últimos años. Tomando un promedio de los primeros nueve meses de cada año, se tiene que en 2011 la cantidad de cuentas sueldo en

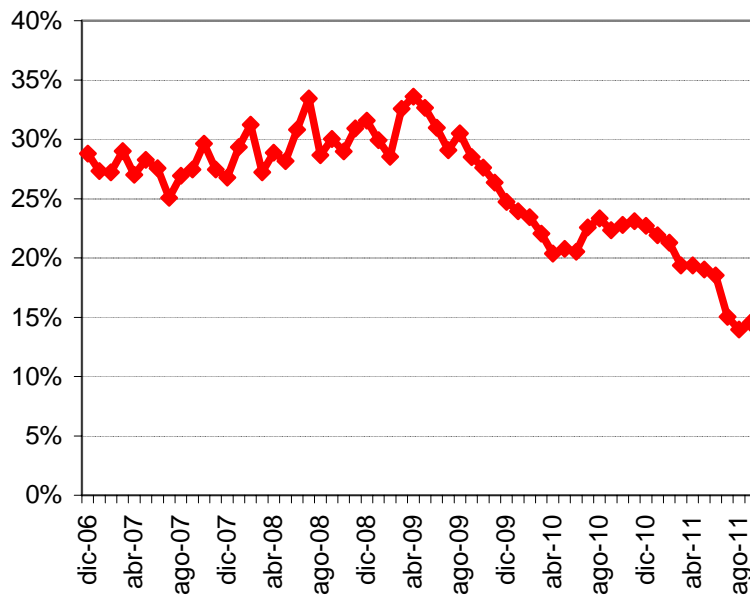


el sistema sumó 6,55 millones, esto es, un 7% por encima del promedio de cuentas disponibles en idéntico período del año pasado. El dato es positivo, y marca una recuperación respecto del ritmo de expansión de 2009 y 2010 (+2,7% y 3,6% a/a, respectivamente). Con todo, no alcanza al ritmo de los años previos a la crisis: por ejemplo, entre 2006 y 2008 la cantidad de cuentas sueldo creció a un ritmo interanual promedio de 10,5%.

Otro dato interesante para observar es la evolución del salario promedio de este universo de remuneraciones, tanto en su carácter nominal como medido en términos reales.

En este sentido, el gráfico de la izquierda muestra el salario promedio nominal -el cociente entre la suma del importe agregado acreditado en todas las cuentas sueldo disponibles y la cantidad de cuentas sueldo abiertas- que ha crecido sin pausa desde fines de 2005 hasta este año, pasando de \$1.112 en diciembre 2005 a \$3.980 en septiembre de 2011 (tomando el promedio de doce meses. Cuando se toma el último dato puntual correspondiente a setiembre 2011, se tiene que el monto promedio depositado en las cuentas sueldos fue de 4.096 pesos. Esto implica un incremento de 11,9% respecto de los 3.611 pesos acreditados en setiembre de 2010.

Cuenta sueldo. Monto promedio acreditado
Variación interanual



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

En Foco 4

La dolarización de depósitos, un fenómeno casi exclusivamente porteño

- En Capital, el 37% del total de depósitos está constituido en moneda extranjera, un guarismo que baja significativamente en el resto del país: la segunda provincia en dolarización de depósitos es Mendoza, con el 6,2%
- La relación depósitos y créditos ha experimentado cambios significativos en los últimos años cuando se focalizan las operaciones en pesos
- Las provincias en las que la evolución de los ahorros ha sido mucho más dinámica que los créditos son mineras, caso de Catamarca y San Juan. Por su parte, Salta y Misiones se destacan por el hecho que allí los préstamos han evolucionado a un ritmo mayor que los depósitos

Una mirada al ahorro y los préstamos del sector privado nos muestran algunas características interesantes del sistema financiero en Argentina. Una de ellas es que Capital es la única región donde gran parte de los depósitos (alrededor de un 37%) son realizados en moneda extranjera, mientras que para el resto de las provincias la cantidad de depósitos en moneda dólares es mínima. Otra característica tiene que ver con que en la gran mayoría de las provincias existe un exceso de depósitos frente a la cantidad de préstamos otorgados, cosa que hace quince años era al revés. Finalmente podemos observar qué provincias han sufrido los mayores cambios estructurales durante los últimos quince años: Catamarca, por ejemplo, fue la provincia donde el crecimiento de los depósitos relativo a los créditos fue mayor.

Ranking de dolarización para los depósitos por provincia, para el sector privado.

La tabla que se encuentra a continuación, elaborada con datos del tercer trimestre del 2011, muestra el cociente entre los depósitos en moneda extranjera sobre el total de depósitos por provincia. Como puede verse, Capital Federal mantuvo el último trimestre del 2011 un 37% de

sus depósitos en dólares mientras que la provincia de Mendoza -que la sigue en el ranking- sólo mantuvo un 6%. Sigue la provincia de Córdoba con un 1,1% de sus depósitos dolarizados. El resto de las provincias tiene ratios menores al 1%.

Depósitos en moneda extranjera sobre depósitos totales

Datos del tercer trimestre del 2011

Capital Federal	36,8%
Provincia de Mendoza	6,2%
Provincia de Córdoba	1,1%
Provincia de Salta	0,7%
Provincia de Jujuy	0,4%

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a BCRA

Estos datos indican que la dolarización es un fenómeno débil en el interior del país pero que está muy presente en la Capital, donde alrededor de un 37% de los depósitos fueron constituidos en moneda extranjera durante el tercer trimestre del 2011.

Relación depósitos a créditos en dólares

Ratio depósitos a créditos en dólares para 2011

	2011*
Capital Federal	10,85
Resto del País	0,02

(*) Los datos corresponden al promedio de los tres primeros trimestres del 2011. Incluyen al sector público.

Fuente: IERAL de fundación Mediterránea en base a BCRA

En el 2011 la relación depósitos a créditos en dólares (esto quiere decir que sólo se tomaron aquellos realizados en moneda extranjera, excluyendo los de moneda nacional) fue de 10,85 para Capital y de 0,02 para el resto del país. Esto quiere decir que por cada dólar prestado en Capital hubo 10,85 dólares depositados mientras que en el resto del país por cada dólar prestado hubo solamente 0,02 dólares depositados.

Para evitar descalce de monedas, los bancos sólo pueden otorgar préstamos en moneda extranjera a empresas exportadoras, lo que explica la limitada aplicación que tienen las captaciones en dólares. El grueso de los depósitos en moneda extranjera captados por las entidades van a parar al BCRA. Los controles introducidos en el mercado de cambio desde principios de noviembre de este año han golpeado la confianza de los depositantes, causando una merma en los depósitos y en consecuencia una presión alcista sobre las tasas en dólares.

Sin embargo, dado el exceso de los depósitos sobre los créditos en dólares, el retiro debería ser mayor para producir algún efecto considerable.

Relación depósitos a créditos en moneda nacional para el sector privado¹¹

Cuando analizamos la misma relación pero con depósitos y créditos en moneda nacional nos encontramos con un patrón mucho más estable, distribuido más uniformemente a lo largo del país. Exceptuando Tucumán, Salta y Misiones, todas las provincias –y el país en su conjunto– tuvieron más depósitos que créditos el tercer trimestre del 2011. Para Capital Federal, por ejemplo, el ratio es 1,18. Esto implica que por cada peso prestado hay 1,18 pesos depositados. Las provincias con mayores niveles relativos de depósitos en relación a préstamos son Catamarca y San Juan, con niveles de 1,59 y 1,80 respectivamente.

¹¹ Préstamos incluye Adelantos, Descuentos e Hipotecarios. Depósitos incluye Cuentas Corrientes, Cajas de Ahorro y Plazo Fijo.

Ratio depósitos a créditos en pesos

	2011*
Total País	1,19
Capital Federal	1,18
Resto del país	1,21

Las cinco provincias donde más se ahorra

	2011
Provincia de San Juan	1,80
Provincia de Catamarca	1,59
Provincia de San Luis	1,57
Provincia de Río Negro	1,51
Provincia de Mendoza	1,46

Las cinco provincias donde más se presta

	2011
Provincia de Misiones	0,68
Provincia de Salta	0,82
Provincia de Tucumán	0,84
Provincia de Tierra del Fuego	1,01
Provincia de La Pampa	1,02

(*) Los datos corresponden al promedio de los tres primeros trimestres del 2011

Fuente: IERAL de fundación Mediterránea en base a BCRA

Evolución del ratio durante los últimos quince años

A continuación se presenta una tabla con las provincias que presentaron mayores cambios en el ratio. La primera tabla muestra a las cinco provincias que sufrieron el mayor aumento en el ratio, reflejando un crecimiento proporcionalmente mayor al de los créditos.

Ranking de provincias con mayores aumentos de depósitos relativos a créditos:

	95-97	2011*	Variación en diferencia de puntos porcentuales
Provincia de Catamarca	0,34	1,59	1,25
Provincia de San Juan	0,59	1,80	1,21
Provincia de Corrientes	0,45	1,39	0,94
Provincia de Santa Cruz	0,41	1,29	0,88
Provincia de San Luis	0,76	1,57	0,81

Ranking de provincias con mayores cambios de créditos relativos a depósitos:

Provincia de Salta	1,09	0,82	-0,27
Provincia de Misiones	0,77	0,68	-0,10

(*) Los datos corresponden al promedio de los tres primeros trimestres del 2011

Fuente: IERAL de fundación Mediterránea en base a BCRA

Entre estas se encuentran Catamarca y San Juan, provincias con una gran expansión de la minería. Allí se ha verificado una fuerte mejora de los ahorros frente a los créditos otorgados.

En el extremo opuesto se encuentran Salta y Misiones, provincias donde los bancos han encontrado mayor dinamismo en la adjudicación de créditos que en la captación de depósitos.

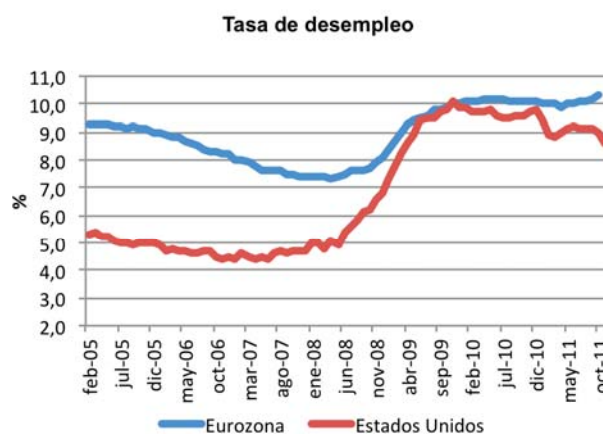
Cabe señalar que en la mayoría de las provincias los cambios durante los últimos quince años favorecieron la cantidad de depósitos relativa a créditos en el sistema financiero. El cambio fue tal que la relación que imperó en el país de 1995 a 1997 –es decir, más créditos que depósitos– se vio revertida a lo largo de quince años. En lo que va del 2011 el nivel de depósitos superó al nivel de préstamos en la mayoría de las provincias, en la Capital y en el total del país.

En Foco 5

Internacional: Un fin de año signado por tasas de desempleo inusualmente elevadas en el mundo desarrollado

- En Estados Unidos el número de personas sin empleo asciende a 13.3 millones, mientras en la Eurozona es de 16,3 millones
- En Estados Unidos los riesgos de recesión parecen alejarse, con 24 meses consecutivos de expansión, tanto en los indicadores de la industria como de los servicios
- En la Eurozona las últimas noticias lucen auspiciosas, aún en un contexto crítico, con la inyección de liquidez de 490 mil millones de euros aprobada por el BCE a favor de las entidades bancarias

2011 fue un año signado por la incertidumbre global, con especial foco de atención en las economías desarrolladas. Y, a pesar de haber sido un año intensivo en decisiones y acuerdos, se termina con más preguntas que respuestas. ¿Podrá subsistir el Euro? ¿Las economías de la periferia europea continuarán formando parte del club hoy conformado por 17 países? ¿Será Grecia el único país que atraviese una reestructuración de su deuda, como aseguró Sarkozy? ¿Podrán los países de la Eurozona encontrar un sendero de crecimiento, aún



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Eurostat y BLS

sin demasiados instrumentos a la vista? ¿Lograrán las próximas medidas impregnar a los mercados de la confianza suficiente como para evitar una mayor presión sobre la deuda? ¿Encontrará la deuda de Estados Unidos y de los países europeos un sendero sustentable? Hay consenso respecto a que 2012 será un año de crecimiento global lento: la economía norteamericana, que ha logrado crecer al 2% anual en el tercer trimestre del corriente año, podría sostener ese ritmo en 2012. La Zona del Euro se encamina hacia una recesión, con matices en su interior; y los países emergentes crecerán a un ritmo menor que en 2011, en algunos casos como consecuencia del combate contra la inflación, sumado a la reducción de la demanda global. El escenario es por demás complicado, porque en medio de flojas perspectivas de crecimiento, y pocos instrumentos para combatirlas, persiste uno de los principales problemas que se puede enfrentar a nivel político, económico y social: tasas de desempleo históricamente altas.

Estados Unidos comenzó el año con una tasa de desocupación del 9%, y se mantuvo en torno en ese nivel hasta el mes de octubre, cayendo hasta 8,6% en el último mes. Este guarismo se traduce en 13,3 millones de personas sin empleo. En Europa, lejos de reducirse, la tasa ha subido algunos decimales desde el 10% con que comenzara el año y en la actualidad equivale a 16,3 millones de personas, si sólo se considera la Eurozona. Claro que este número encierra una gran disparidad entre los países miembros: así se tiene en un extremo a España, con una tasa de desocupación de 22,8%, y en el otro a Holanda, cuya tasa no supera el 5%.

La economía de Estados Unidos ha logrado, aún en el límite, sostener un sendero de crecimiento en los últimos dos años tanto en la industria manufacturera como en los servicios. Como se puede apreciar en los siguientes gráficos, los índices construidos para medir el nivel de actividad en ambos sectores se han mantenido por encima de los 50 puntos (lo que indica expansión) por más de 24 meses.

Estados Unidos

Índice de actividad manufacturero



Índice de actividad Servicios

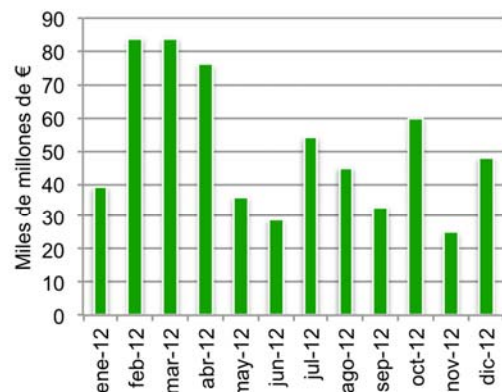


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Institute for Supply Management

Las perspectivas para la economía norteamericana ubican al crecimiento cercano al 2% para el próximo año, que no alcanzaría para una mejora sustancial en el mercado laboral. Ben Bernanke, presidente de la Fed, ha asegurado tasas de interés cercanas a cero por bastante tiempo más. Pero la complicada situación fiscal, con un déficit que se ubica levemente por encima de los 8 puntos del Producto, complicar el mix de políticas expansivas que impulsen un mayor crecimiento.

Europa se enfrenta a mayores desafíos frente al próximo año, porque todos los esfuerzos por lograr una mayor credibilidad y desterrar de manera contundente los fantasmas de una salida desordenada han resultado insuficientes. El Banco Central Europeo ha tenido un rol menos activo que el que mostrara la Reserva Federal de Estados Unidos durante la primer fase de la crisis, principalmente como consecuencia de la resistencia alemana. Las necesidades de cara a 2012 son importantes: si se suman los 5 países más comprometidos de la Zona del Euro, Grecia,

Zona Euro: Deuda soberana de los PIIGS*
Cronograma de vencimientos



*Portugal, Italia, Irlanda, Grecia, España
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a Banco Central de Brasil



Irlanda, Portugal, Italia y España, las necesidades de financiamiento alcanzan 613 mil millones de euros.

Sin embargo, las últimas medidas han sido auspiciosas: el Banco Central Europeo inyectó 490 mil millones de euros para aliviar las necesidades de liquidez de los bancos, mediante una subasta que alcanzó una demanda mayor que la esperada. El objetivo por detrás de esta medida es impulsar el crédito, para que llegue a familias y a empresas; pero los bancos, según palabras del presidente de la entidad, podrían invertirlo en deuda pública si así lo desearan. El préstamo es a 3 años, a una tasa de interés del 1%, muy inferior a la tasa que pagarían si se financiaran vía mercado abierto. La magnitud del préstamo duplica las necesidades de financiamiento de los bancos para el primer trimestre de 2012, pero la elevada demanda generó interrogantes acerca de la estabilidad del sistema bancario.

Todo indica que en 2012 seguirá siendo necesario mantener la máxima atención puesta en la eurozona. Parece haber decisión política en preservarla, pero se requiere también contundencia en los instrumentos.