



Informe de Coyuntura del IERAL

Año 22 - Edición N° 830 – 12 de diciembre de 2013

Coordinador: Jorge Vasconcelos

Editorial – Gustavo Reyes

Las principales tendencias económicas que se perfilan para 2014

En Foco 1 – Juan Manuel Garzón y Francisco Bullano

¿Es buena decisión guardar la soja?

En Foco 2 – Constanza Pérez Aquino

Inflación: la carne dejó de ser el ancla de los precios de los alimentos

En Foco 3 – Joaquín Berro Madero

En 2013 el monto de cheques rechazados asciende a 2,1% del total compensando

Selección de Indicadores

Edición y compaginación
Karina Lignola y Silvia Ochoa



IERAL Córdoba
(0351) 473-6326
ieralcordoba@ieral.org

IERAL Buenos Aires
(011) 4393-0375
info@ieral.org

Fundación Mediterránea
(0351) 463-0000
info@fundmediterranea.org.ar

Editorial: **4**

Las principales tendencias económicas que se perfilan para 2014

- El escenario internacional combina buenas y malas noticias para el país. En 2014 la economía mundial crecería a un ritmo mayor que el de este año, pero hay que tener en cuenta que: a) las tasas de interés comenzarán a subir; b) los precios de las materias primas difícilmente repunten; c) tampoco el crecimiento de países como China y Brasil
- En los últimos meses la economía argentina registra una desaceleración del nivel de actividad junto a una aceleración de la tasa de inflación, en el contexto de una preocupante caída de reservas
- Hasta que pueda implementarse un plan antiinflacionario integral, la tasa de inflación puede aumentar, afectando el nivel de actividad. Esto por la confluencia del ritmo ascendente de la devaluación, el ajuste de tarifas y la posible mayor emisión monetaria para financiar el aumento de gasto público, corolario de los actuales conflictos sociales

En Foco 1: **9**

¿Es buena decisión guardar la soja?

- La soja de la campaña 2012/13 que aún no se vendió suma 12,3 millones de toneladas. Esto representa el 25% de lo cosechado, cuando el promedio histórico para esta época del año es de 15%
- Este comportamiento parece reflejar la expectativa de una devaluación del peso que más que compense la tendencia declinante de los precios internacionales
- Si la tasa de devaluación del peso en los próximos meses no supera el 3% mensual, para los chacareros podría resultar mas conveniente (bajo ciertos supuestos) vender soja en la posición enero 2014 (versus hacerlo ahora o más tarde). Pero si la tasa de devaluación es mayor, la venta con entrega en mayo podría ser la opción más rentable

En Foco 2: **15**

Inflación: la carne dejó de ser el ancla de los precios de los alimentos

- La Canasta del Profesional Ejecutivo (CPE) relevada por la UCEMA marcó un aumento de precios de 2,18% mensual en noviembre traccionado principalmente por Transporte y Comunicaciones (suba de combustibles de 6% a 7,5%), Esparcimiento y Alimentos y Bebidas
- En términos interanuales, el aumento en la CPE fue del 25,4%. Se espera una suba interanual de entre el 25% y 26% para el cierre del año, que compara con la de 23,1% de 2012
- El precio de la carne mostró una fuerte corrección en noviembre, frente al abaratamiento en dólares y con el objeto de evitar la liquidación de vientres. El Índice de Novillo del Mercado de Liniers aumentó 36,6% interanual en ese mes

En Foco 3: **19**

En 2013 el monto de cheques rechazados asciende a 2,1% del total compensando

- El ratio de montos rechazados sobre montos compensados vía cheques, pasó de 1,7% entre 2003 y 2011 a 2,12% este año, tomando los primeros nueve meses de cada año
- Cuando se considera la cantidad de documentos, el porcentaje de cheques rechazados es todavía mayor
- Asimismo, los montos compensados de los cheques significan 55,6% del PIB; un guarismo significativamente menor al 73% que representaban en 2005

Selección de Indicadores: **21**

Editorial

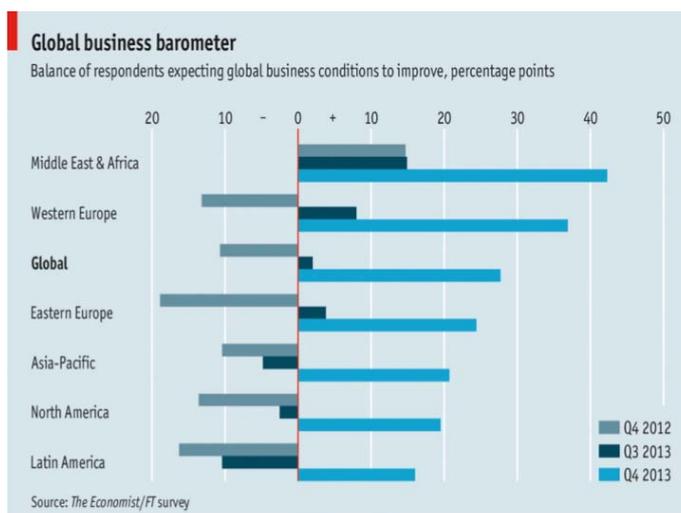
Las principales tendencias económicas que se perfilan para 2014

- El escenario internacional combina buenas y malas noticias para el país. En 2014 la economía mundial crecería a un ritmo mayor que el de este año, pero hay que tener en cuenta que: a) las tasas de interés comenzarán a subir; b) los precios de las materias primas difícilmente repunten; c) tampoco el crecimiento de países como China y Brasil
- En los últimos meses la economía argentina registra una desaceleración del nivel de actividad junto a una aceleración de la tasa de inflación, en el contexto de una preocupante caída de reservas
- Hasta que pueda implementarse un plan antiinflacionario integral, la tasa de inflación puede aumentar, afectando el nivel de actividad. Esto por la confluencia del ritmo ascendente de la devaluación, el ajuste de tarifas y la posible mayor emisión monetaria para financiar el aumento de gasto público, corolario de los actuales conflictos sociales

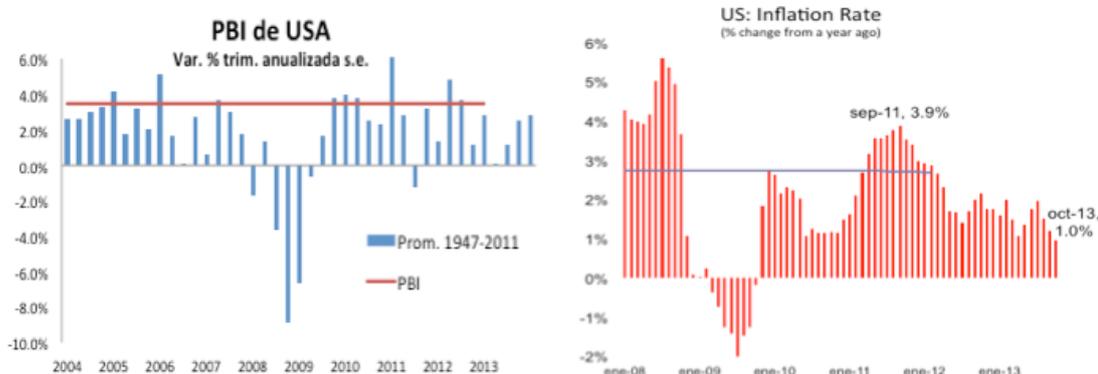
En el último mes hemos asistido a importantes cambios en Argentina, desde una renovación parcial pero muy importante en el gabinete nacional hasta preocupantes disturbios sociales en varias provincias. En el medio de este clima, la inflación subió un escalón, el Banco Central (BCRA) aceleró notablemente la tasa de devaluación del peso, profundizó el desdoblamiento cambiario para el turismo y continuó perdiendo reservas a un ritmo que no resulta sostenible por demasiado tiempo.

Es en este marco de creciente incertidumbre que corresponde analizar cuáles son las perspectivas económicas para el 2014. Para ello primero describiremos el contexto externo y luego el panorama económico interno.

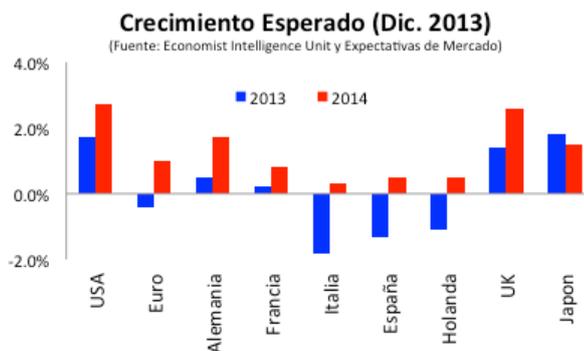
El escenario internacional relevante para Argentina tiene buenas y malas noticias para el 2014. Entre las buenas noticias se destaca en primer lugar un mayor optimismo de los empresarios tanto a nivel global en el mundo como en cada uno de los continentes. Esta es la información que se desprende de una encuesta que publica regularmente The Economist donde la cantidad de respuestas positivas en relación a las negativas (o sin cambios) acerca de *¿Cómo estará la economía en los próximos 6 meses?* es notoriamente superior a las registradas en el tercer trimestre de este año y a las del cuarto trimestre del año pasado.



La otra buena noticia proviene de la performance de las economías avanzadas lideradas por Estados Unidos que ha afianzado su proceso expansivo sin despertar por ahora ningún tipo de señales inflacionarias. Las otras dos grandes economías avanzadas también parecen estar mejor ya que la zona del euro, muy lentamente parece salir de la recesión y Japón, con el impulso de la “Abenomics”, también mantendría niveles de expansión cercanos al 2% anual.



Para 2014, se espera que la mayoría de las economías avanzadas alcancen un crecimiento superior al de 2013 y ésta sin duda es una excelente noticia.

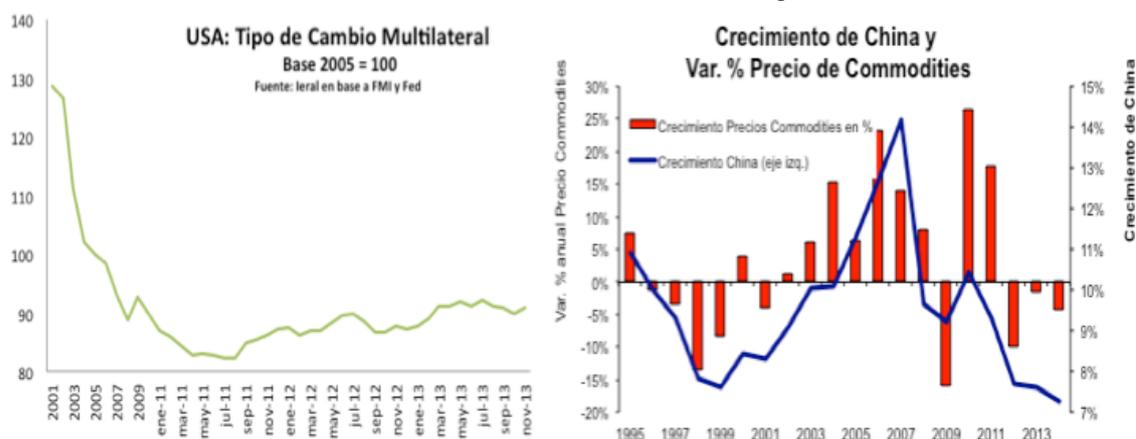


Entre las “malas” noticias, la primera de ellas tiene su origen paradójicamente en la recuperación de la economía norteamericana. Dada la “normalización” en el crecimiento de USA, los mercados financieros han comenzado a descontar una menor liquidez financiera internacional, lo cual se está traduciendo en el aumento de las tasas de interés implícitas de los bonos a largo plazo (10 años).



La segunda “mala” noticia proviene de los países que fueron las “estrellas” del crecimiento en los últimos 10 años, es decir los países emergentes, en especial el grupo denominado BRIC (Brasil, Rusia, India y China). Actualmente, estos países están experimentando una importante desaceleración en sus procesos expansivos. Para 2014, **no** se espera que las tasas de crecimiento de estos países vuelvan a acelerarse sino que continúen con el proceso de desaceleración lenta (China) o se mantengan en niveles similares a los del 2013 (Brasil).

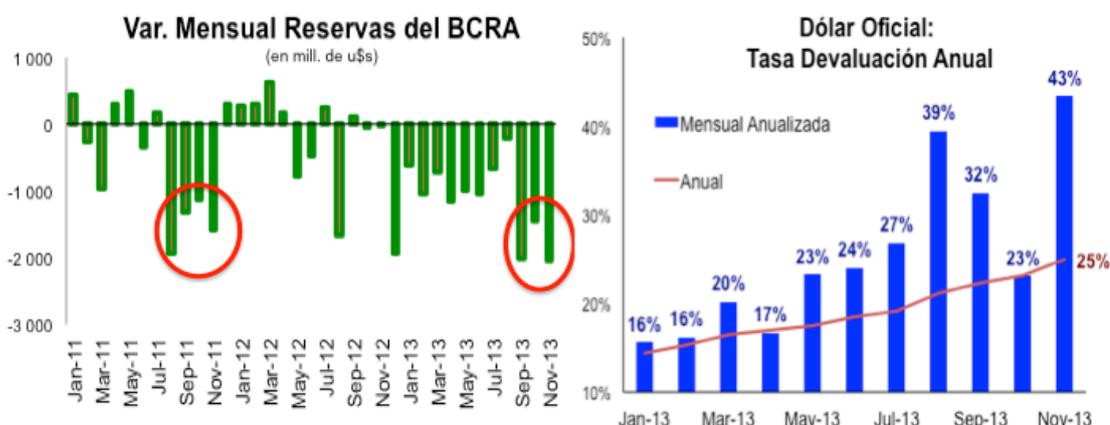
La tercer “mala” noticia es la actual caída en el precio de las commodities. Buena parte del espectacular crecimiento en el precio de estos bienes en los últimos 10 años se explica por dos factores: el crecimiento económico de China (demandante de estos productos) y la caída del valor del dólar en el mundo (al depreciarse el dólar, los precios internacionales expresados en esa moneda tienden a subir). Como puede apreciarse en el gráfico adjunto, actualmente estos dos factores se están revirtiendo y dado que las perspectivas para el 2014 prevén que estos dos procesos continúen, es dable esperar que los precios de nuestras commodities continúen con tendencia declinante durante el siguiente año.



En resumen, el contexto externo no resulta malo porque el mundo va a seguir creciendo y las economías avanzadas van a acelerar su proceso expansivo pero el famoso viento de cola que disfrutó nuestro país en los últimos años sin duda no es el mismo, porque comienza a reducirse la enorme liquidez en el mundo, el precio de las commodities continuaría debilitándose y tanto China como Brasil difícilmente alcancen los niveles de crecimiento registrados en el pasado reciente.

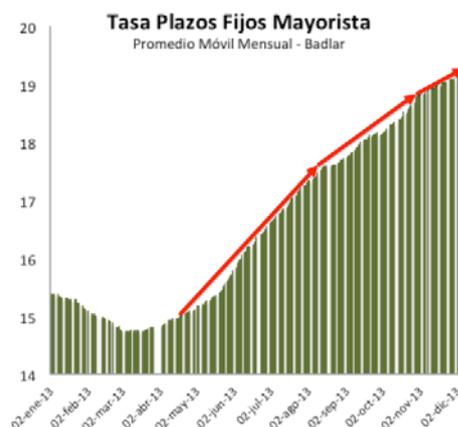
Respecto del contexto interno, la actividad económica en nuestro país desaceleró su ritmo de crecimiento en los últimos meses (desde un 6.6% anual en el II trimestre a un nivel cercano al 3% anual) mientras que la tasa de inflación subió un escalón (la tasa mensual pasó de un rango entre el 1.5% al 2% a otro entre el 2% y 2.5% en los últimos meses).

Si bien el ascenso de la tasa de inflación y la desaceleración en el ritmo de expansión de la economía preocupan, el hecho más relevante en los últimos meses ha sido la importante caída en el nivel de reservas del BCRA. El ritmo actual de caída en el stock de divisas de la Entidad Monetaria es superior al de los meses previos a la instauración del cepo cambiario (fines de 2011) y ocurre en un contexto de gran aceleración en la tasa de devaluación oficial del peso.



Las razones por las cuales el BCRA no logra frenar el drenaje de divisas a pesar de haber elevado el ritmo de devaluación son varias. La más obvia es que el tipo de cambio real aún sigue atrasado. Sumado a esto, también hay dos factores muy influyentes en la dinámica del mercado cambiario que se retro-alimentan y en ambos, la entidad monetaria posee una gran responsabilidad. Estos dos factores son la desaceleración en el ascenso de las tasas de interés y las expectativas de devaluación. La actual política cambiaria de la entidad monetaria está generando un círculo vicioso difícil de resolver. Al mantener devaluaciones permanentes que intentan superar la tasa de inflación se producen automáticamente expectativas de devaluaciones futuras. Estas expectativas devaluatorias lleva a los demandantes de dólares a acelerar sus pedidos antes que se encarezcan (importadores o pago de deudas privadas externas) y a los oferentes a retrasar sus liquidaciones

(exportadores). El efecto de ambos es claramente generar una demanda neta de divisas en el circuito oficial cada vez mayor. A su vez, este proceso es potenciado por la alta liquidez generada por las relativamente bajas tasas de interés (negativas en términos de la inflación y de la devaluación actual) complicando cada vez más la trayectoria del stock de divisas de la entidad monetaria.



En este contexto, ¿qué puede esperarse para el 2014?

El denominador común entre las tensiones cambiarias y las inflacionarias es el excedente de pesos de la economía que básicamente surge a partir de los desequilibrios fiscales del gobierno, financiados con la emisión de pesos del BCRA.

Dadas las actuales tensiones es esperable que el gobierno comience a tomar medidas que tiendan a frenar el enorme excedente de pesos que tiene la economía. Las combinaciones de medidas seguramente serán variadas y pueden ir desde el recorte de algunos subsidios en las tarifas hasta las posibilidades de tomar deuda (ya sea por parte del propio gobierno para financiar parte del déficit fiscal y/o de la propia autoridad monetaria para reducir el excedente de pesos) Si esto conlleva una suba de las tasas de interés, y teniendo en cuenta que en 2014 ya no estará presente el gran aumento en la cosecha de soja de este año y que sus precios internacionales probablemente serán menores, todo esto afectará negativamente el crecimiento de la economía. Si, en cambio, el gobierno intenta mantener las tasas de interés en el nivel actual, entonces puede acelerarse la inflación y, por esa vía, afectarse al poder adquisitivo de los salarios. Por ambas vertientes, se prevé que el nivel de actividad económica del 2014 resulte muy bajo.

Respecto del mercado cambiario, las tensiones probablemente continuarán a lo largo del próximo año, hasta que el BCRA pueda romper el círculo vicioso de aumentos en la tasa de devaluación que generan a su vez mayores pérdidas de reservas. Los caminos nuevamente pueden ser la combinación de múltiples medidas que van desde el ascenso en las tasas de

interés, algún ajuste en las cuentas fiscales hasta saltos cambiarios que intentarán ser por “única vez”, pero que dependerán del contexto en que se apliquen.

Finalmente, la tasa de inflación difícilmente se reduzca desde los niveles actuales sin la presencia de un plan anti-inflacionario integral que logre anclar las expectativas. Hasta que pueda implementarse un plan de estas características, la tasa de inflación podría ir todavía un escalón arriba del actual. Esto por la devaluación ascendente del peso, el probable aumento en algunas tarifas y la posible mayor emisión monetaria para financiar los aumentos de gasto público, que son el corolario de los actuales conflictos sociales.

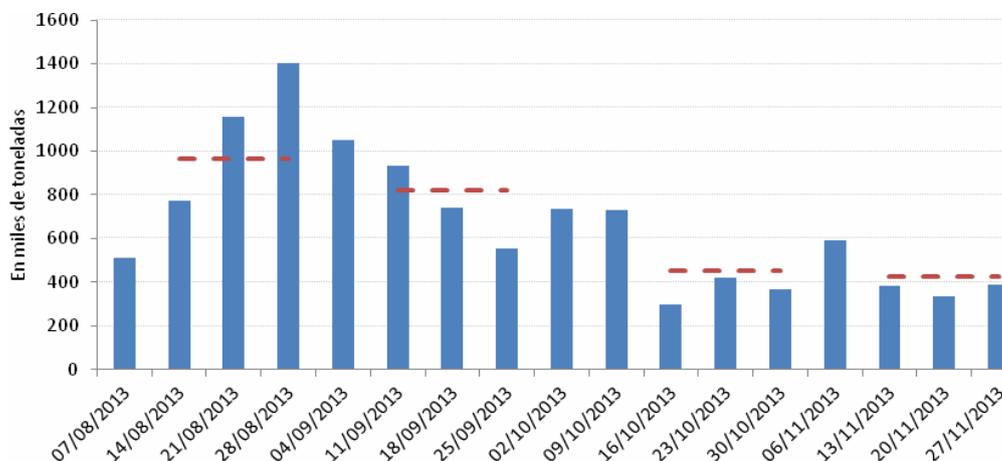
En Foco 1

¿Es buena decisión guardar la soja?

- La soja de la campaña 2012/13 que aún no se vendió suma 12,3 millones de toneladas. Esto representa el 25% de lo cosechado, cuando el promedio histórico para esta época del año es de 15%
- Este comportamiento parece reflejar la expectativa de una devaluación del peso que más que compense la tendencia declinante de los precios internacionales
- Si la tasa de devaluación del peso en los próximos meses no supera el 3% mensual, para los chacareros podría resultar mas conveniente (bajo ciertos supuestos) vender soja en la posición enero 2014 (versus hacerlo ahora o más tarde). Pero si la tasa de devaluación es mayor, la venta con entrega en mayo podría ser la opción más rentable

Las ventas de soja se desaceleraron sensiblemente durante los últimos meses, profundizándose el fenómeno en las últimas semanas. De acuerdo a estadísticas del MINAGRI, el promedio semanal de noviembre fue de 430 mil toneladas, poco menos de la mitad del flujo semanal que se observaba en el mes de agosto (960 mil toneladas). Si se acuerda con el dato de producción estimado por MINAGRI para la campaña 2012/2013 (49,3 millones de toneladas, último informe mensual SIIA) quedaban sin vender unas 12,3 millones de toneladas a inicios del mes de diciembre, el 25% de lo producido en el ciclo, porcentaje que es elevado en términos históricos (10 puntos porcentuales por encima).

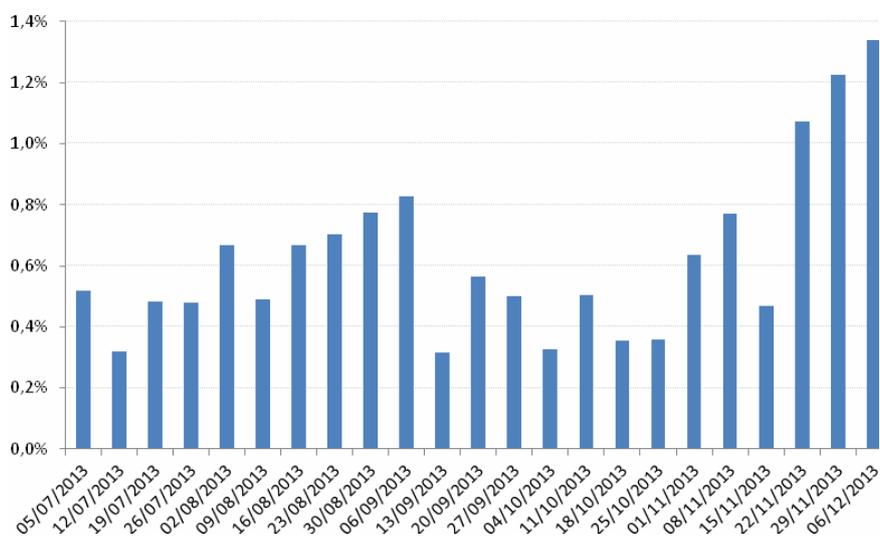
Evolución de la comercialización de la soja – Mercadería con precio fijado - Ventas semanales



Fuente: Elaboración propia con datos de MINAGRI.

La aceleración de la devaluación del tipo de cambio oficial desde el mes de julio (interrumpida por 45 días, a partir de la segunda quincena de setiembre y hasta fines de octubre, probablemente por motivo de las elecciones) ha sido sin dudas determinante de la ralentización de las ventas. Todo productor agropecuario conoce los mecanismos de formación de precios en mercados exportadores; el valor interno de los granos depende, entre otras variables, del precio del dólar en el mercado interno, por lo que toda suba de este último impactará en una relación 1 a 1 sobre el precio de la soja. Las expectativas respecto de la tasa de devaluación son determinantes en la decisión de comercialización.

Evolución de la tasa de devaluación semanal (en %)



Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

Durante todo este período la decisión de postergar la venta ha tenido sus riesgos, considerando entre otros eventos que no la aconsejaban, una tendencia declinante del precio de la oleaginosa en los mercados internacional y local.

Esta tendencia declinante se ha ido corriendo en el tiempo, manifestándose con particular intensidad para los próximos meses, de acuerdo a los precios acordados en los mercados donde se compra-vende mercadería con entrega a futuro.

Actualmente el Mercado a Término de Buenos Aires (MATBA) opera con un descuento de US\$ 40 dólares entre la soja disponible (o posición más cercana) y la posición mayo 2014. En efecto, el mercado paga hoy US\$ 340 la tonelada soja pero no está dispuesto a pagar más de US\$ 300 por mercadería a entregar dentro de 5 meses; nótese que se trata de un ajuste del 12%.

Esta baja esperada en el precio interno de la soja podría ser compensada o no por la tasa de devaluación del tipo de cambio oficial durante los próximos meses. En efecto, según sea el ritmo devaluatorio de las próximas semanas, y de confirmarse la baja de precios, puede resultar conveniente o no guardar la soja en vez de venderla.

A los efectos de analizar con más detalle qué resultados esperados tienen distintas decisiones vinculadas a la comercialización, se evalúan y comparan a continuación, bajo determinados supuestos y consideraciones que se explicitarán, tres decisiones posibles que hoy pueden estar en la mente de los productores:

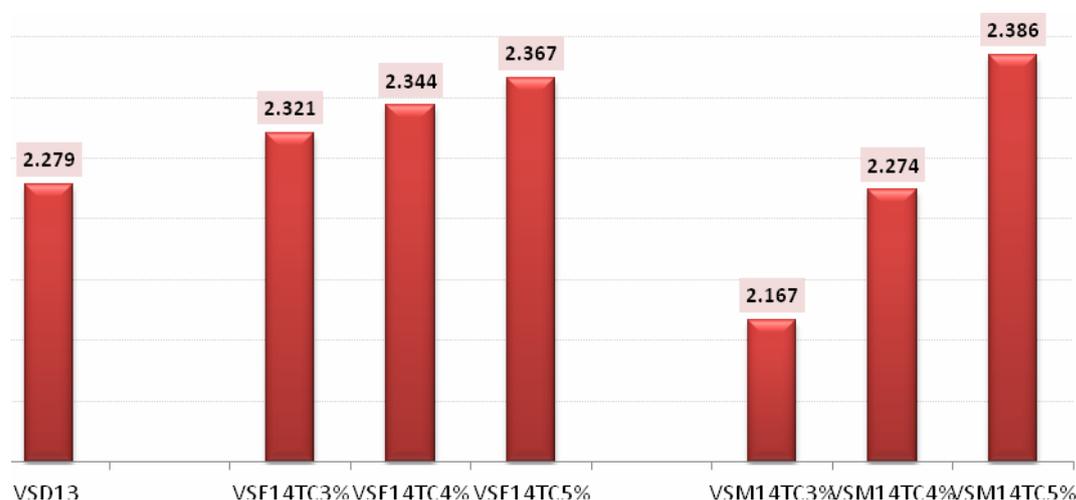
1. Vender la Soja hoy con entrega Diciembre 2013 a los precios que figuran en el MATBA por mercadería disponible (VSD13)
2. Vender la Soja hoy con entrega Enero 2014 a partir de un contrato de futuros en MATBA (VSE14)
3. Vender la Soja hoy con Entrega Mayo 2014 a partir de un contrato de futuros en MATBA (VSM14)

En los casos 1 y 2, los ingresos por venta se colocan a plazo fijo hasta el mes de mayo 2014, a los efectos de poder evaluar los resultados de estas tres decisiones al mismo momento del tiempo. En los casos 2 y 3, para simplificar los cálculos, no se incluyen costos de almacenaje en un primer análisis, aunque luego se hará una reflexión respecto del impacto que ellos pueden tener.

En cuanto a los precios de venta, se utilizan las cotizaciones del MATBA del 10 de diciembre de 2013 en los tres casos (la cotización actual es US\$ 340, enero 2014 US\$ 341 y mayo 2014 US\$ 300). La tasa de interés de un plazo fijo se supone constante al 1,4% mensual (18% anual). Por último, se trabaja con tres tasas mensuales de devaluación, que también se mantienen constantes hasta el mes de mayo 2014: 3%, 4% y 5%.

En el Gráfico adjunto se presentan los resultados de estas tres posibles decisiones al mes de mayo 2014, en términos nominales por tonelada vendida.

Resultados de tres posibles decisiones de comercialización de soja – En \$ corrientes por tonelada – Valores a mayo 2014.



Nota 1: VSD13, Venta de Soja con entrega Diciembre 2013, VSE14 Venta con entrega Enero 2014, VSM14 Venta con entrega Mayo 2014. TC3%, Tipo de Cambio oficial que se devalúa al 3% mensual hasta el mes de mayo 2014. Nota 2: No se incluyen gastos de almacenaje. Nota 3: En las opciones Venta con entrega diciembre 2013 y enero 2013 se utiliza una tasa de plazo fijo del 1,4% mensual para llevar los valores a mayo 2014.

Fuente: Elaboración propia con datos de MATBA.

Si se vende la soja hoy con entrega diciembre 2013 y los ingresos que se obtienen se colocan a plazo fijo hasta mayo 2014, se obtiene un ingreso de \$2.279 por tonelada vendida.

Si se vende la soja hoy con entrega enero 2014 y los ingresos que se obtienen se colocan a plazo fijo hasta mayo 2014, se obtiene un ingreso que se encuentra en un rango de entre \$2.321 y \$2.367 la tonelada, según la tasa de devaluación que efectivamente se produzca. Nótese que la decisión de venta enero domina la decisión de venta hoy si se espera una tasa de devaluación de al menos el 3% mensual del tipo de cambio. Dos referencias a tener en cuenta respecto al tipo de cambio: a) una tasa de devaluación del 3% mensual lleva el valor del dólar oficial a \$7,25 a mediados de mayo 2014; b) la posición dólar mayo 2014 del ROFEX ha cotizado por encima de \$7,40 en las últimas rondas.

Por último, si se vende la soja hoy con entrega mayo 2014, se obtiene un ingreso que se encuentra en un rango de entre \$2.167 y \$2.386 la tonelada, según la tasa de devaluación. Nótese que esta decisión arroja mejores resultados que la decisión de venta hoy si la tasa de devaluación es superior al 4% mensual (un dólar de \$7,61 a mayo 2014), y domina a la decisión de vender enero 2014 si la tasa de devaluación es mayor al 5% mensual (un dólar de \$7,98 a mayo 2014).

Las opciones de venta de soja con entrega diferida tienen un costo adicional que no ha sido imputado aquí, vinculado con los gastos de almacenamiento. Este costo difiere a priori entre productores según las instalaciones que se utilicen para guardar los granos (silos bolsas, fijas), quién realice la guarda (propio productor, acopio, fábrica) y los arreglos comerciales que existen entre los eslabones de la cadena. Los costos de los servicios de almacenamiento bajaron sensiblemente a partir de la aparición y generalización del uso del silo bolsa. De acuerdo a consultas realizadas, acopios y fábricas estarían cobrando el 0,1% mensual sobre el precio de mercado de la soja (y menos que eso en no pocos casos). Teniendo como referencia el porcentaje anterior (escenario de máxima), a los precios actuales y proyectados, disponer de servicio de almacenamiento por cinco meses tendría un costo por tonelada de 1,6 dólares (entre \$11 y \$13 por tonelada según escenarios de tipo de cambio). Se trata de un monto bajo, que no modifica las conclusiones.

En síntesis, las existencias de soja están en niveles muy altos para la fecha, según patrones históricos. Quedaban aproximadamente unas 12 millones de toneladas sin vender a inicios de diciembre considerando datos de producción y ventas de MINAGRI. El atraso del tipo de cambio y los esfuerzos que ha empezado a hacer el gobierno para corregir este fenómeno, a partir de una aceleración continua de la tasa de devaluación diaria, son factores que están por detrás de la decisión de retener la soja (vender lo mínimo indispensable). Pero esta decisión tiene sus riesgos dado que hay un descuento importante en el precio esperado de la oleaginosa (en dólares) para mayo 2014 (cuando ingrese la próxima campaña) según lo que indican los mercados de futuros (MATBA).

El productor que actualmente dispone de granos debe hacer números finos a los efectos de tomar la mejor decisión de comercialización. En esta columna se evalúan tres posibles decisiones de comercialización: vender hoy en el mercado disponible, vender hoy en el término con entrega enero 2014, vender hoy en el término con entrega mayo 2014. De acuerdo al ejercicio realizado en esta columna (y a sus diferentes supuestos), la expectativa de devaluación que se tenga pasa a ser la variable clave. Si se considera que el gobierno mantendrá como máximo una tasa de devaluación del 3% mensual por los próximos meses, la decisión de vender la soja en el mercado de futuros con entrega enero 2014 puede arrojar mejores resultados que la decisión de venta hoy o de venta a un plazo más largo. Pero si se

esperan tasas de devaluaciones superiores, la decisión de vender la soja con entrega recién en mayo 2014 puede generar los mejores resultados.

En Foco 2

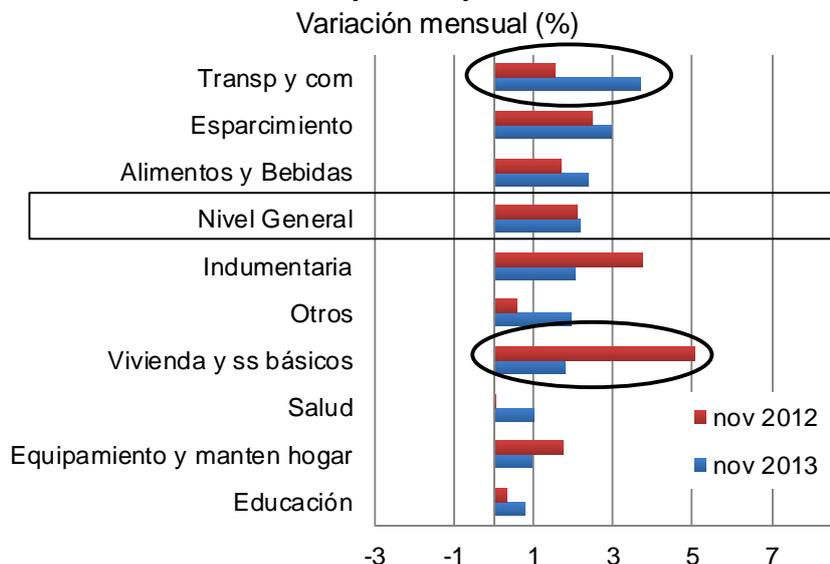
Inflación: la carne dejó de ser el ancla de los precios de los alimentos

- La Canasta del Profesional Ejecutivo (CPE) relevada por la UCEMA marcó un aumento de precios de 2,18% mensual en noviembre traccionado principalmente por Transporte y Comunicaciones (suba de combustibles de 6% a 7,5%), Esparcimiento y Alimentos y Bebidas
- En términos interanuales, el aumento en la CPE fue del 25,4%. Se espera una suba interanual de entre el 25% y 26% para el cierre del año, que compara con la de 23,1% de 2012
- El precio de la carne mostró una fuerte corrección en noviembre, frente al abaratamiento en dólares y con el objeto de evitar la liquidación de vientres. El Índice de Novillo del Mercado de Liniers aumentó 36,6% interanual en ese mes

En noviembre, la Canasta del Profesional Ejecutivo (CPE) relevada por la UCEMA registró un aumento mensual de precios de 2,18%, acelerándose respecto a meses previos (en los tres meses anteriores estuvo en torno al 1,9%-2%). En términos interanuales, el incremento fue de 25,4%, similar al registrado en el mes de octubre. Para el cierre del año, la inflación interanual de la CPE se ubicaría entre el 25% y 26%, según el Centro de Economía Aplicada de la institución.

El resultado mensual fue similar al del mismo mes del año pasado (2,18% vs 2,07% en noviembre de 2012), aunque la composición de los aumentos en las distintas categorías no fue homogénea. Mientras en noviembre de 2012 el mayor aumento se observó en Vivienda y Servicios Básicos, en el mismo mes de este año esa categoría aumentó menos que el nivel general. Transporte y Comunicaciones, en tanto, tuvo un rebote importante.

Evolución de los precios por rubro: CPE CEMA



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CEMA

Todos los capítulos de la CPE tuvieron aumentos mensuales en noviembre. La suba más fuerte se observa en Transporte y Comunicaciones, que aumentó 3,7%, fundamentalmente por el aumento en el precio de los combustibles (de entre 6% y 7,5%), luego del fin de los topes que desde abril habían sido aplicados por el ex Secretario de Comercio Interior, Guillermo Moreno. Siguió el capítulo Esparcimiento, con una suba de 2,9%. Alimentos y Bebidas e Indumentaria también aumentaron por arriba del 2%. En el primer caso, el aumento estuvo 0,19 puntos porcentuales sobre el nivel general. Por el contrario, Vivienda y servicios básicos tuvo un aumento significativamente menor que el que había registrado en noviembre del año pasado (1,8% vs 5,1%).

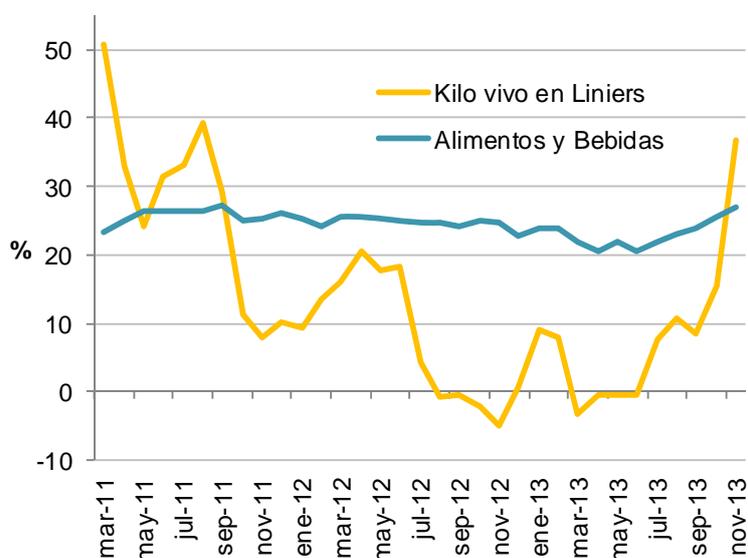
Con respecto a las subas interanuales de los capítulos, la más fuerte se observa en Educación (+31%), mientras la más baja fue la de Vivienda y servicios básicos (+19,6%). De concretarse algún aumento tarifario, impactaría con una suba en el último caso.

El precio de la carne

Como se mencionara en informes anteriores, el precio de la carne venía operando en el último año como una suerte de ancla para la variación de precios de la canasta de Alimentos y Bebidas, al presentar incrementos por debajo de ese nivel. Desde julio se vienen observando subas en el precio del kilo vivo comercializado en el Mercado de Liniers (10,8%, 8,4% y 15,6% en agosto, septiembre y octubre, respectivamente), aunque siempre por debajo de la inflación interanual.

En noviembre, sin embargo, la suba ascendió al 36,6% interanual, superando ampliamente el aumento del nivel general de precios. Incluso, si se compara con la variación total en Alimentos y Bebidas (de la CPE-CEMA), el incremento fue mayor en 9,7 puntos porcentuales al de dicha categoría, superándola por primera vez desde septiembre de 2011. Así, en el último trimestre móvil a noviembre, la suba del Índice de Novillo (INML) alcanzó el 20% interanual.

Precios: Alimentos y Bebidas y Kilo vivo en Liniers
Variación interanual



*Alimentos y bebidas de la Canasta del Profesional Ejecutivo del CEMA, Kilo vivo en Liniers es el promedio mensual del Índice novillo Mercado de Liniers

Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a CEMA y Mercado de Liniers

El aumento se habría explicado por una corrección del mercado de los valores en pesos pagados por los animales destinados a faena. La corrección responde al fuerte abaratamiento en dólares experimentado desde comienzos de 2012 que, de no corregirse, podría desencadenar una nueva etapa de liquidación del stock ganadero (faena de más del 43% de las hembras). De hecho, de acuerdo a un reciente informe de la Cámara de Industrias Frigoríficas (CICCRA), en octubre la faena de hembras superó el 43% por primera vez desde abril de 2010. Si este resultado se consolida, llevaría, posteriormente, a una retracción de la oferta que impactaría en el nivel de precios.

Como se señala en el Informe de Coyuntura del IERAL de 26 de septiembre pasado, en algún momento de 2014 puede darse un rebote significativo en el precio de la carne en función de la recomposición de stocks.

En Foco 3

En 2013 el monto de cheques rechazados asciende a 2,1% del total compensando

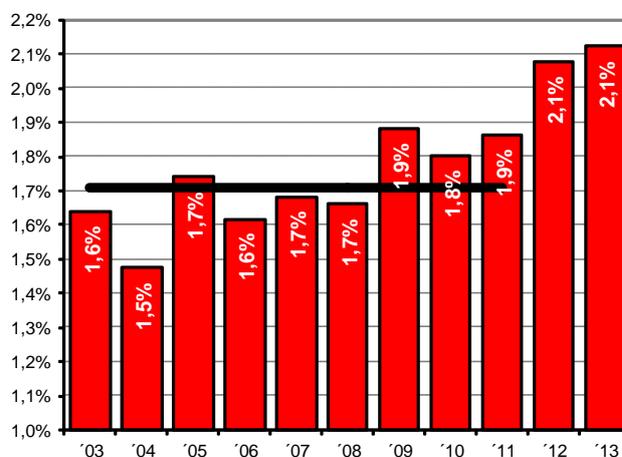
- El ratio de montos rechazados sobre montos compensados vía cheques, pasó de 1,7% entre 2003 y 2011 a 2,12% este año, tomando los primeros nueve meses de cada año
- Cuando se considera la cantidad de documentos, el porcentaje de cheques rechazados es todavía mayor
- Asimismo, los montos compensados de los cheques significan 55,6% del PIB; un guarismo significativamente menor al 73% que representaban en 2005

En los primeros nueve meses del año, el Sistema Nacional de Pagos -caracterizado por la compensación de cheques en el mercado- refleja un comportamiento en línea con el movimiento de los precios (+23% interanual). Por su parte, en nivel de cheques rechazados en relación al total compensado se ubica en 2,12%, marcando un pico desde 2003 y subiendo levemente respecto del guarismo de 2012.

El presente análisis se basa en los montos compensados y rechazados mediante cheques en el Sistema Nacional de Pagos. Si bien en términos de cantidad de cheques, el ratio de rechazados sobre compensados se ha incrementado significativamente este año, entendemos que la medición relevante en este caso, son los montos asociados a esos documentos.

El monto promedio mensual de cheques compensados durante los primeros nueve meses del año fue de \$121 mil millones, creciendo un 23% respecto del monto compensado mensualmente en igual periodo de 2012. De ese total compensado, el 2,12% han sido rechazados. Como refleja el gráfico,

Ratio Cheques Rechazados / Cheques Compensados
acumulado primeros 9 meses de cada año - montos en \$



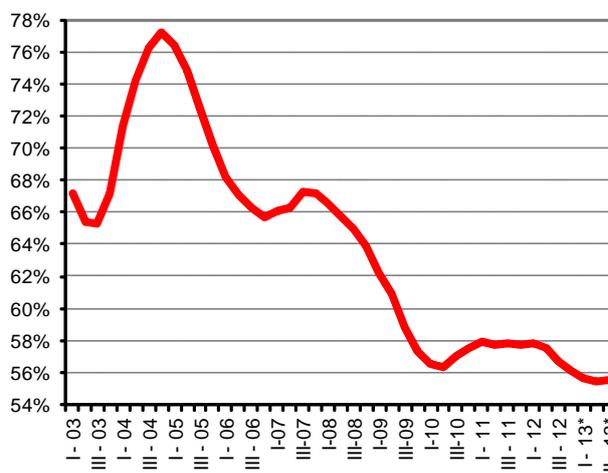
Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA

este cociente entre los montos rechazados y los montos compensados, se ubica levemente por encima del 2,08% registrado el año pasado, marcando un el pico de la serie desde 2003.

Asimismo, la serie muestra que en los últimos dos años el nivel de montos rechazados vía cheque se ha posicionado en un andarivel por encima de los valores observados entre 2003 y 2011, que promediaban 1,71%. El comportamiento tiene sentido si se tiene en cuenta que los montos asociados a cheques rechazados se han incrementado a un ritmo superior al que lo hicieron los montos totales compensados por esta vía. Esto es, si se realiza un índice con base 100 en enero de 2007, se tiene que hasta mediados de 2010 el comportamiento es parejo entre las series de montos compensados y montos rechazados por medio de cheques. Sin embargo, hacia fines de 2010 la brecha comienza a ampliarse cada vez más debido a que los montos rechazados crecen a mayor velocidad de la que lo hace el total de montos compensados. Así es que, a septiembre de este año la serie de montos rechazados se ubica en casi 425 puntos, mientras que los montos compensados en 323 puntos, siempre tomando la base 100 en enero de 2007.

Otro factor interesante, resulta de dividir el monto total de cheques compensados con el Producto Interno Bruto (PIB). De esta forma, los montos compensados en términos reales reflejan una significativa merma -cada vez más pronunciada- desde picos cercanos a 73% del PIB en 2005, hasta 56% a principios de 2010, año en el cual la merma se estabilizó en torno a 58% hasta fines del 2012. Este año, los montos compensados vía cheque, muestran cierto amesetamiento, ya que se han mantenido relativamente estables representando el 55,5% del producto. Este indicador podría estar reflejando un avance del uso del efectivo para las operaciones económicas, con las consecuencias que esto tiene en términos de formalidad de la economía.

Montos de Cheques Compensados / PIB
en porcentaje (%)

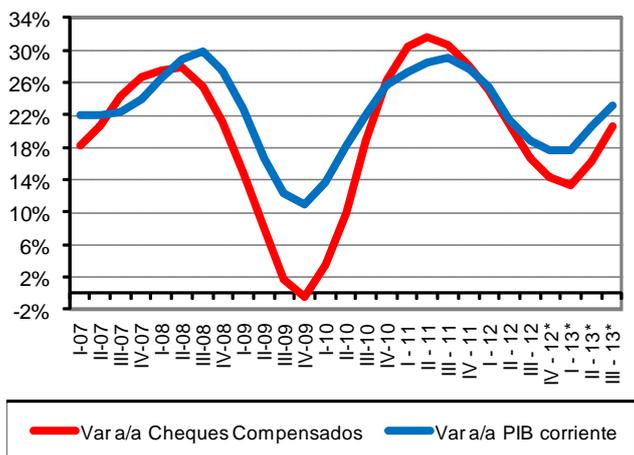


Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea d/datos del BCRA.

El dato no es menor si se tiene en cuenta la correlación que existe entre los montos compensados mediante estos instrumentos y el nivel de actividad económica. Como muestra el gráfico, desde 2007, la variación interanual de ambas series se ha comportado casi de manera idéntica -tomando el promedio móvil de cuatro trimestres para las dos variables-. De esta manera, se observa una desaceleración pronunciada desde fines de 2011, tanto para el

PIB corriente, como para los montos compensados vía cheque. Sin embargo, vale destacar, en los dos trimestres se observa una reversión de la dinámica en las dos series.

Var Montos Cheques Compensados vs. Var PIB
en porcentaje (%)



Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea s/ BCRA e INDEC

Selección de Indicadores

NIVEL DE ACTIVIDAD	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado **
PIB en \$ 1993 (\$ mm)	2013 II	519.608,8	3,2%	8,3%	-24,9%
PIB en US\$ (\$ mm)	2013 II	554.736,9	-	9,0%	7,4%
EMAE	sep-13	203,3	-0,1%	4,7%	5,4%
IGA-OJF (1993=100)	oct-13	176,6	0,5%	2,9%	3,2%
EMI (2006=100)	sep-13	133,4	-1,1%	-0,1%	1,0%
IPI-OJF (1993=100)	oct-13	192,8	1,2%	3,4%	1,3%
Servicios Públicos	oct-13	252,9	0,8%	7,3%	7,7%
Patentes	nov-13	61.529,0	-	4,6%	12,0%
Recaudación IVA (\$ mm)	nov-13	23.256,0	-	30,5%	31,5%
ISAC	oct-13	202,5	-0,6%	6,2%	4,7%
Importación Bienes de Capital (volumen)	oct-13	-	-	11,0%	9,0%
IBIF en \$ 1993 (\$ mm)	2013 II	118.207,0	23,4%	16,2%	9,0%
		2013 II	2013 I	2012 IV	2012 III
IBIF como % del PIB		22,7%	21,1%	23,5%	25,1%

* La variación con respecto al último período toma datos desestacionalizados

** La variación acumulada toma la variación desde enero hasta el último dato contra igual período del año anterior

MERCADO DE TRABAJO	Fecha	Dato	var	var a/a	Acumulado
PEA (en miles de personas)	2013 III	11.782	-0,5%	-0,9%	0,7%
PEA (% de la población total)	2013 III	46,1%	-0,33 pp	-0,83 pp	-0,01 pp
Desempleo (% de la PEA)	2013 III	6,8%	-0,40 pp	-0,80 pp	0,00 pp
Empleo Total (% de la población total)	2013 III	42,9%	-0,20 pp	-0,40 pp	0,00 pp
Informalidad Laboral (% del empleo)	2013 II	34,5%	2,50 pp	0,00 pp	-0,40 pp
Recaudación de la Seguridad Social	nov-13	19.148	4,28%	24,8%	31,4%
Costo Laboral Unitario (En US\$, base 1997=100)					
Argentina	2013 III	163,4	2,6%	5,0%	5,9%
Brasil	2013 III	94,5	-10,9%	-5,6%	-2,5%
México	2013 II	126,3	-2,1%	10,5%	9,5%
Estados Unidos	2013 III	108,3	1,0%	-0,8%	-0,3%

SECTOR FISCAL	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Recaudación Tributaria (\$ mm)	nov-13	73.583,0	3,5%	21,3%	26,7%
Coparticipación y Trans. Aut. a Provincias (\$ mm)	nov-13	19.151,8	-0,6%	21,0%	28,4%
Gasto (\$ mm)	sep-13	68.451,9	11,3%	45,6%	32,9%
		sep-13	ene-sep 13	sep-12	ene-sep 12
Resultado Fiscal Financiero (\$ mm)		-4.842,1	-22.106,9	-2.589,7	-22.414,5
Pago de Intereses (\$ mm)		5.254,6	28.962,6	3.124,5	29.086,7
Rentas de la Propiedad					
Tesoro Nacional (\$ mm) *		7.417,4	22.409,1	1.937,6	7.449,1
ANSES (\$ mm) *		5.844,5	16.159,9	1.837,8	14.955,7
		oct-13	ene-oct 13	oct-12	ene-oct 12
Adelantos Transitorios BCRA *		50,0	26.050,0	2.000,0	25.100,0
		2013 II	2013 I	2012 IV	2012 III
Recaudación Tributaria (% PIB) **		30,3%	32,8%	31,5%	32,8%
Gasto (% PIB) **		24,1%	26,3%	27,8%	26,0%

* Los datos hacen referencia al flujo mensual

** El ratio toma el PIB publicado por las estadísticas oficiales

PRECIOS	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Inflación (San Luis, 2003=100)	oct-13	529,0	3,3%	28,1%	24,9%
Salarios (abril 2012=100)*	oct-13	141,5	1,3%	0,9%	0,8%
TCR Bilateral (1997=100)	oct-13	121,0	-0,2%	0,0%	-3,0%
TCR Multilateral (1997=100)	oct-13	133,4	1,9%	0,5%	-3,4%
		11-dic-13	nov-13	31-dic-12	dic-12
TCN Oficial (\$/US\$)		6,29	6,02	4,93	4,89
TCN Brecha		51,8%	63,6%	31,4%	31,7%
TCN Real (R\$/US\$)		2,33	2,30	2,05	2,08
TCN Euro (US\$/€)		1,36	1,35	1,32	1,31

* Se toman las variaciones reales

SECTOR FINANCIERO	Fecha	Dato	var% *	var% a/a	Acumulado
Base Monetaria (\$ mm)	nov-13	336.846,0	0,5%	25,8%	30,8%
Depósitos (\$ mm)	nov-13	792.851,8	2,4%	26,9%	27,8%
Sector Público No Financiero	nov-13	270.797,2	0,9%	16,6%	25,5%
Sector Privado No Financiero	nov-13	520.066,8	3,3%	33,1%	29,3%
Créditos (\$ mm)	nov-13	531.156,2	2,2%	31,8%	30,9%
Sector Público No Financiero	nov-13	39.971,9	3,5%	21,2%	21,1%
Sector Privado No Financiero	nov-13	478.825,8	1,9%	32,8%	32,2%
	Fecha	Dato	oct-13	31-dic-12	nov-12
Reservas Internacionales BCRA (US\$ mm)	29-nov-13	30.799,0	34.221,2	43.290,0	45.314,9
Ratio de cobertura de las reservas	29-nov-13	56,1%	59,9%	69,3%	80,0%
Tasa de interés Badlar PF	09-dic-13	19,7%	18,9%	15,4%	15,2%
Otras tasas de interés **					
Préstamos Personales (más de 180 días plazo)	31-oct-13	35,8%	36,3%	34,2%	33,6%
Documentos a sola firma (hasta 89 días)	31-oct-13	23,8%	23,3%	19,3%	19,8%
	Fecha	Dato	nov-13	31-dic-12	dic-12
Riesgo País					
EMBI+ Países emergentes	10-dic-13	352	348	248	256
EMBI+ Argentina	10-dic-13	782	817	991	1.042
EMBI+ Brasil	10-dic-13	247	236	142	148
Tasa LIBOR	12-dic-13	0,17%	0,17%	0,21%	0,21%
Tasa Efectiva Bonos del Tesoro EEUU	06-dic-13	0,09%	0,08%	0,09%	0,09%
Tasa Objetivo Bonos del Tesoro EEUU	06-dic-13	0,12%	0,12%	0,12%	0,12%
SELIC (Brasil)	11-dic-13	9,90%	9,45%	7,29%	7,16%
	Fecha	Dato	var% ***	var% a/a ****	Acumulado
Índice Merval	10-dic-13	5.530,9	1,47%	144,39%	58,04%
Índice Bovespa	10-dic-13	50.993,0	-4,86%	-7,78%	-9,59%

* La variación se hace contra el dato registrado una semana antes

** Para el cálculo del último dato se toma un promedio ponderado de los últimos 5 días hábiles.

*** La variación toma los últimos 20 días hábiles contra el mismo período inmediatamente anterior

**** La variación interanual toma los últimos 20 días hábiles contra el mismo período del año anterior

SECTOR EXTERNO	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Exportaciones (US\$ mm)	oct-13	7.271,0	3,9%	5,6%	4,1%
Primarios	oct-13	1.088,0	-22,9%	-20,9%	7,2%
MOA	oct-13	2.789,0	-2,6%	18,2%	6,5%
MOI	oct-13	2.945,0	27,1%	13,7%	3,3%
Combustibles	oct-13	448,0	11,2%	-21,8%	-22,0%
Exportaciones (volumen)	oct-13	-	-	15,0%	4,0%
Importaciones (US\$ mm)	oct-13	6.561,0	6,8%	3,9%	9,9%
Bienes Intermedios	oct-13	1.798,0	6,0%	-6,5%	-1,2%
Bienes de Consumo	oct-13	707,0	9,4%	-5,0%	6,2%
Bienes de Capital	oct-13	1.268,0	8,3%	8,9%	8,8%
Combustibles	oct-13	664,0	8,9%	37,5%	26,1%
Importaciones (volumen)	oct-13	-	-	1,0%	7,0%
Términos de Intercambio (2004=100)	2013 III	134,8	1,6%	-9,5%	-4,2%
Índice Commodities s/combustibles FMI (2005=100)	nov-13	167,6	-0,3%	-0,6%	0,3%
Índice Commodities Banco Mundial (2010=100)					
Alimentos	nov-13	111,0	-0,9%	-10,9%	2,1%
Energía	nov-13	125,5	-2,2%	1,1%	-0,5%
Petróleo (US\$/barril)	nov-13	93,9	-6,5%	8,4%	3,4%

ECONOMÍA INTERNACIONAL	Fecha	Dato	var% *	var% a/a **	Acumulado
PIB (en US\$ miles de millones)					
Estados Unidos	2013 III	16.857,6	0,7%	1,6%	1,5%
Brasil	2013 II	2.323,2	1,5%	3,3%	2,6%
Unión Europea	2013 II	16.955,9	0,4%	-0,2%	-0,8%
China	2013 III	9.060,4	2,2%	7,8%	7,7%
Volumen Comercio Mundial (2005=100)	sep-13	132,4	0,8%	3,0%	2,3%
Producción Industrial Mundial (2005=100)	sep-13	122,7	0,4%	3,3%	2,0%

* Se toma la variación real desestacionalizada

** La variación interanual toma el PIB constante

DATOS REGIONALES	Fecha	Dato	var%	var% a/a	Acumulado
Patentes					
CABA y Buenos Aires	nov-13	32.445,0	-	6,0%	15,4%
Región Pampeana	nov-13	12.165,0	-	0,1%	11,3%
NOA	nov-13	3.818,0	-	1,6%	6,2%
NEA	nov-13	4.089,0	-	12,2%	8,2%
Cuyo	nov-13	3.862,0	-	4,5%	12,8%
Región Patagónica	nov-13	5.150,0	-	4,5%	8,7%
Consumo de Cemento (tn)					
CABA y Buenos Aires	2013 III	1.241,8	8,1%	19,2%	10,7%
Región Pampeana	2013 III	756,4	12,1%	24,0%	13,8%
NOA	2013 III	281,1	13,5%	14,2%	11,3%
NEA	2013 III	331,9	15,0%	16,3%	9,2%
Cuyo	2013 III	306,4	6,6%	15,4%	8,2%
Región Patagónica	2013 III	192,9	-2,9%	6,3%	4,7%