

**Departamento de Investigaciones del IAEF****SÍNTESIS EJECUTIVA**

- La economía de Estados Unidos está ingresando en un trimestre de recuperación, según el consenso de los analistas. La preocupación de los mismos radica en la capacidad de la Reserva Federal para articular esta tendencia con un clima de baja inflación, en un marco de elevado déficit fiscal y fuerte expansión monetaria; este dilema explica el alto *spread* entre el rendimiento de los bonos del Tesoro a diez y dos años. La Reserva prepara una estrategia de salida para evitar presiones inflacionarias cuando se normalice (suba) el multiplicador monetario.
- El superávit de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos de la Argentina en el segundo trimestre, en un contexto de caída de las exportaciones, se sostiene por una fuerte contracción de las importaciones. La salida de capitales absorbe la totalidad del superávit de la Cuenta Corriente, dado el mantenimiento del nivel de Reservas Internacionales del Banco Central.
- En el primer semestre del año se ha profundizado el deterioro de las cuentas del Sector público nacional. El déficit del período llegaría a 3,4 miles de millones de pesos, que podría aumentar sustancialmente en el resto del año (antes de utilidades transferidas por el BCRA). El crecimiento interanual del gasto primario triplicó al de los recursos. El conjunto de las provincias experimentaría un déficit de 1% del PBI en el año en curso.
- Pese a que los depósitos aumentaron levemente en el segundo trimestre, su evolución es lenta: el crecimiento interanual a junio de los depósitos privados es de 1,7%; al mismo tiempo, el circulante en poder del público aumentó 8% en el último año. Son dos indicios de un agotamiento en la propensión de los particulares de aumentar su stock de activos monetarios en moneda local, que contrasta con el fuerte aumento de los depósitos en moneda extranjera.
- La economía ingresa en el segundo semestre en un contexto post electoral con una agenda de temas relevantes (Presupuesto 2010, por ejemplo). Los agentes económicos monitorean los lineamientos de la política económica para ajustar sus decisiones y ello influirá en el clima de confianza y en la demanda que, luego de una caída en el primer trimestre, se había estabilizado desde abril. La pandemia de gripe A (H1N1) afectará negativamente tanto la oferta como la demanda agregadas, siendo prematuro estimar su impacto total en la economía a la fecha de cierre de este Informe Mensual.
- En materia de ocupación, el eje de la discusión está pasando del nivel de empleo a la incidencia de la pobreza y la indigencia. Los datos provenientes del sector privado ponen de relieve la magnitud del problema.

## SUMARIO INTERACTIVO

*Si se hace clic en uno de los renglones siguientes del Sumario o bien en el título en azul de algún cuadro resumen, se pasa automáticamente a la correspondiente sección.*

*Para retornar al Sumario, debe hacerse clic en el título en azul de la sección que se estaba consultando.*

<b>SÍNTESIS EJECUTIVA</b>	<b>1</b>
<b>EXECUTIVE SUMMARY</b>	<b>4</b>
<b>1. EL CONTEXTO GENERAL</b>	<b>5</b>
<b>2. NIVEL DE ACTIVIDAD</b>	<b>13</b>
<b>3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN</b>	<b>17</b>
<b>4. FINANZAS PÚBLICAS</b>	<b>26</b>
<b>5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO</b>	<b>29</b>
<b>6. SECTOR EXTERNO</b>	<b>31</b>
<b>ANEXO ESTADÍSTICO</b>	<b>35</b>

## CUADROS RESUMEN

### 1. EL CONTEXTO GENERAL

El *spread* entre el rendimiento de los Bonos del Tesoro estadounidense de corto y largo plazo refleja el temor de que la expansión monetaria termine provocando una depreciación muy importante del dólar y/o una aceleración en la tasa de inflación. La Reserva Federal desarrolló una estrategia en dos etapas: la primera, la política de baja de la tasa de interés; la segunda está basada en el *quantitative easing*, que explica el desborde de la Base Monetaria. Esta segunda estrategia es la que deberá ir volviendo atrás cuando la situación se normalice.

En materia de tipo de cambio real bilateral del peso contra el dólar se incluye una serie desde diciembre de 1956 a igual mes de 2008, ajustando el tipo de cambio nominal por la variación relativa de los precios mayoristas de Estados Unidos y los precios minoristas locales. El promedio simple es de 2,31 pesos por dólar, en tanto que el valor de diciembre de 2008 es 1,91.

### 2. NIVEL DE ACTIVIDAD

El PBI del primer trimestre creció 2,0% a precios constantes respecto de igual período de 2008, correspondiendo una baja de 3,2% a los sectores productores de Bienes y una suba de 4,7% a los de Servicios, destacándose una significativa diferencia de 7,9 puntos porcentuales a favor de estos últimos. Desde el enfoque de la Demanda global, se verificaron importantes descensos de 24,2%, 14,2% y 11,8%, respectivamente, en Importación, Inversión bruta interna fija y Exportación.

El índice de precios implícitos en el Producto registró en el primer trimestre una variación interanual de 9,6% (2,9% en Bienes y 16,5% en Servicios). En 2008 dicho índice se incrementó 19,1%, en descenso en el curso del año, con un pico de 23,3% en el tercer trimestre y un menor valor relativo de 14,3% en el cuarto.

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

Un análisis de la incidencia de la pobreza y la indigencia en los últimos veinte años pone de relieve la existencia de dos picos: uno en octubre de 1989, coincidente con la hiperinflación, y otro en octubre de 2002, más elevado que el anterior, derivado del fuerte ajuste de precios posterior a la devaluación de comienzos de ese año; en ambos casos, con un descenso del PBI. El movimiento ascendente de aquellos indicadores en la segunda parte de la década del 90 puede atribuirse al incremento en la tasa de desocupación.

La encuesta relevada en mayo pasado por Sel Consultores, en el área metropolitana de Buenos Aires, indica que los denominados “pobres no indigentes” constituyen el 21,5% de la población y los “indigentes” el 9,7%, totalizando un 31,2%. En el caso de GBA 4 (los partidos de la periferia) los correspondientes porcentajes son 31,9% y 17,2% (49,1% total). La tasa de desocupación del total del área relevada es de 10,5%, pero en los indigentes asciende a 21,1%.

### **4. FINANZAS PÚBLICAS**

La tijera entre gastos creciendo al 29,2% y recursos haciéndolo al 9,2% provoca una “pérdida de superávit” de 15,0–16,8 miles de millones de pesos, según se lo mida sobre el gasto primario o el total en el semestre. Ello representa 1,3 puntos porcentuales del PBI en seis meses o 2,5 puntos anualizados.

Paralelamente, la situación fiscal de las provincias aparece cada vez más comprometida, con un déficit conjunto de 1,0% del PBI estimado para el año 2009 (superávit de 1,1% en el 2004).

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

Luego de la tregua de mayo, durante la cual el BCRA compró 730 millones en el mercado de cambios, junio fue un mes en el cual predominaron las ventas. Las mismas se realizaron en el contexto de un deslizamiento del tipo de cambio de 10% en el primer semestre y de fuerte restricción de importaciones, que redujo la demanda de divisas y permitió un mayor equilibrio en el mercado de cambios.

El panorama monetario oscila en un equilibrio precario, entre un valle de escaso relieve y la incipiente desmonetización. Esto, en un contexto de estabilidad de tasas de interés y desaceleración en el crecimiento del crédito al sector privado.

### **6. SECTOR EXTERNO**

El superávit de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos del primer trimestre llegó a 1.470 millones de dólares, 206 millones menos que en igual período del año pasado, debido fundamentalmente a que los valores exportados se redujeron levemente menos que los importados. La Cuenta Capital registró un déficit de 1.831 millones, frente a un superávit de 761 millones en similar comparación. Dentro de la misma, el Sector Privado no financiero exhibió un saldo negativo de 3.627 millones, que se originó principalmente en el rubro Activos por -4.643 millones (formación de activos externos).

La relación Cuenta Corriente/PBI fue de 2,12% en el primer bimestre, en el mismo orden que en 2008 y algo debajo del 2,39% en similar tramo del año pasado, contrastando con el 2,74% del año 2007.

## EXECUTIVE SUMMARY

- The US economy is entering a recovery quarter, according to the consensus of analysts. The concern for them is the ability of the Federal Reserve to articulate this trend with a climate of low inflation in a context of high fiscal deficit and strong monetary expansion; this dilemma explains the high spread between the yield on ten-year and two-year Treasury bonds. The Reserve is preparing an exit strategy to avoid inflationary pressures when the money multiplier returns to normalcy (up).
- The Current Account surplus in the Balance of Payments of Argentina in the second quarter, against a backdrop of falling exports, is held by a sharp contraction of imports. The outflow of capital absorbed all the surplus of the Current Account, given the maintenance of the level of international reserves of the Central Bank.
- In the first half year the deterioration of the National Budget accounts has deepened. The deficit for the period would reach 3.4 billion pesos, which could increase substantially in the year (before profits transferred by the Central Bank). The year-on-year growth of primary expenditure tripled the one of resources. All the provinces would experience a deficit of 1% of GDP this year.
- While deposits rose slightly in the second quarter, their evolution is slow; the year-on-year growth of private deposits in June was 1.7%, while notes and coins held by the public increased by 8% in the past year. These are two signs of exhaustion in the propensity of individuals to increase their stock of monetary assets in local currency, which contrasts with the sharp rise in foreign currency deposits.
- The economy enters the second half in a post-election context with an agenda of relevant issues (National Budget for the year 2010, for example). Operators monitor the lines of economic policy to adjust their decisions and therefore influence the climate of confidence and the demand that, after a fall in the first quarter, had stabilized since April. The flu A (H1N1) will depress both aggregate supply and aggregate demand; it is premature to estimate the overall impact in the economy.
- In terms of employment, the focus of the discussion is being transferred from the employment level to the incidence of poverty and indigence. Data from the private sector highlight the magnitude of the problem.

**Informe Mensual Económico Financiero** es una publicación del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas. Tucumán 612, Piso 4° (C1049AAN), Buenos Aires, Argentina.  
Teléfono 4322-6222 – Fax 4322-4710 – Website: [www.iaef.org.ar](http://www.iaef.org.ar) – E-mail: [webmaster@iaef.org.ar](mailto:webmaster@iaef.org.ar)  
Producido por su Departamento de Investigaciones, con la coordinación del *Dr. Rubén Vales*.  
Consultores Académicos: *Dres. Ricardo López Murphy, José María Dagnino Pastore y Adalberto Rodríguez Giavarini*. Economista Jefe: *Dr. Alfredo Gutiérrez Girault*.  
Editor Responsable: *Dr. Oscar A. Mazza*. Se autoriza la reproducción si es citada la fuente.

## 1. EL CONTEXTO GENERAL

**1.1.** La volatilidad de los mercados en junio refleja diversas cuestiones en el plano económico y financiero. Por un lado es razonable que, a cierta altura de la recuperación en los valores de los activos luego de una caída previa de gran intensidad, se produzca un proceso de toma de ganancias, consolidación y de rotación entre agentes económicos más propicios al riesgo (que realizan la ganancia) y los menos propicios al riesgo.

En el plano de la economía real las señales siguen siendo mixtas en torno a la secuencia de la recuperación. En términos generales, en Estados Unidos se espera que el tercer trimestre sea positivo en relación al segundo (y en realidad se han corregido recientemente al alza las estimaciones), pero en la Unión Europea la reversión del ciclo está rezagada al menos en un trimestre. Asia y América Latina encontraron un piso en el segundo trimestre y seguirían la dinámica de Estados Unidos. Sin embargo, la intensidad y velocidad de la recuperación es más modesta de lo que los agentes económicos desearían.

**Tanto en Estados Unidos como en la Unión Europea las preocupaciones se concentran en el costo de los paquetes de salvataje y su impacto sobre las finanzas públicas, en particular el déficit fiscal.**

**Cuadro 1.1  
ECONOMÍA INTERNACIONAL**

	Δ PBI %			Resultado fiscal (en % del PBI)		
	2010	2009	2008	2010	2009	2008
Estados Unidos	2,7	-2,4	1,1	-8,2	-12,3	-3,2
Unión Europea	1,2	-4,2	0,6	-6,2	-5,7	-1,9
Japón	2,5	-5,9	-0,7	-3,2	-4,2	-3,5
Asia Emergente	6,4	2,9	5,8			
China	8,5	7,2	9,0	-2,0	-3,0	-4,0
Latinoamérica	3,3	-2,9	3,8			
Brasil	3,5	-1,0	5,1	-2,1	-2,7	-1,5
Global	2,7	-2,8	1,5			

FUENTE: elaboración propia sobre la base de datos de JPMorgan (al 15-6-09).

Las proyecciones que se incluyen, que reflejan el consenso de los economistas, trasuntan cierto optimismo respecto de la velocidad de la recesión. En líneas generales, Estados Unidos y el mundo tendrían en 2010 el mismo nivel de PBI de 2008 (lo propio ocurriría con Latinoamérica). En cambio Unión Europea y Japón estarían todavía tres puntos porcentuales por debajo. Debe recordarse la regla, válida para Estados Unidos, que cada mes de receso lleva 1,5 meses de expansión para recuperar el nivel del PBI previo (en este caso el de diciembre de 2007, punto de giro del ciclo previo). Las estimaciones del Cuadro 1.1 implican un cambio, que Estados Unidos alcanzarían a fin de 2010 el nivel del PBI de fines de 2008.

- 1.2. Otra dimensión para considerar los paquetes de ayuda es la lectura de los agregados monetarios. En el Cuadro 1.2 se actualizan los datos correspondientes a Estados Unidos y Unión Europea.

**Cuadro 1.2**  
**AGREGADOS MONETARIOS EN ECONOMÍAS DESARROLLADAS**  
**Estados Unidos y Unión Europea**  
 (En miles de millones de dólares y euros, respectivamente)

	Estados Unidos			Unión Europea	
	Base	Dinero	M3	Base	Dinero
2001	630	5.453	7.521	462	5.447
2002	678	5.794	7.863	481	5.808
2003	713	6.083	8.208	549	6.179
2004	745	6.429	8.669	614	6.568
2005	779	6.688	9.381	693	7.124
2006	802	7.049	10.216	772	7.795
2007	814	7.445	11.500	842	8.704
2008	1.651	8.140	12.500	1.150	9.438
Mayo 09	<b>1.801</b>	<b>8.331</b>		1.021	9.500
Mayo 08	<b>827</b>	<b>7.631</b>		870	8.986

FUENTE: elaboración propia sobre la base de datos de la Reserva Federal y del Banco Central Europeo.

En el año 2008 la Base Monetaria se duplicó respecto del nivel de fin de 2007 en Estados Unidos (frente a un crecimiento anual acumulativo de 4,4% del período 2001–2007) y creció 36% en la Unión Europea. Obsérvese que M3 creció 8,7% y 8,5% en Estados Unidos y Unión Europea, respectivamente, lo cual ilustra respecto de la magnitud de la caída del multiplicador monetario. El crecimiento de la Base en los últimos meses bajó al 23% en Estados Unidos (a ritmo anual) y mostró una contracción significativa en Unión Europea.

Las cifras a mayo reflejan una desaceleración del ritmo de crecimiento de la Base (se mantiene en el 23% a ritmo anual) en Estados Unidos y un baja absoluta en Unión Europea.

- 1.3. El costo final de los paquetes de ayuda depende de por lo menos siete factores, en particular en Estados Unidos:
- a) El monto involucrado inicialmente.
  - b) La calidad de los activos que se recuperan y el tiempo que ello demande; en esto intervienen las características del activo, la valuación a la que fue tomado y la gestión de recuperación.
  - c) La extensión y profundidad que alcance el receso (*véase 1.1 y 1.2.*).
  - d) El devenir de los precios, donde paradójicamente preocupan en el corto plazo la deflación y en el mediano la inflación. Ello sin olvidar la importancia de la estructura de precios relativos, que incide sobre la calidad de los activos.

- e) El nivel de la tasa de interés, dado que los valores más elevados aumentan el costo del salvataje.
- f) La estabilidad de la demanda de dinero en Estados Unidos.
- g) La credibilidad que concite la política económica en general y la política monetaria en particular.

**1.4. El valor del *spread* entre el rendimiento de los bonos del Tesoro de Estados Unidos de corto y largo plazo (que tuvieron un pico a mediados de junio que luego fue mitigado) refleja los temores de los agentes, en términos de que la expansión monetaria mencionada en 1.2. termine provocando una depreciación muy importante del dólar y/o una aceleración en la tasa de inflación que licue el valor de la deuda.**

En ese contexto, la Reserva Federal ha desarrollado desde el inicio de la crisis una estrategia en dos etapas. La primera fue la política de baja de tasa de interés; agotada la efectividad de ésta se pasó a una estrategia no convencional, basada en el *quantitative easing*, ya sea por préstamos a empresas, compra de cartera de bancos, compra de bonos del Tesoro, que explica el desborde de la Base Monetaria. **Es esta segunda estrategia la que deberá ir volviendo atrás cuando la situación se normalice.**

Como ocurrió en la Argentina desde fines de 2002 y durante 2003, cuando los bancos cancelaron los redescuentos recibidos en 2001, **este “volver para atrás” implicará un endurecimiento gradual en la política monetaria (por ejemplo, terminar o renovar muy parcialmente facilidades crediticias que concluyen a fin de octubre y/o aumentar el costo de los redescuentos). Paralelamente, deberá ir recuperando importancia el manejo de la tasa de interés de los fondos federales por parte de la Reserva Federal.**

Por otro lado, parte de la expansión de Base está hoy en las reservas (encajes) de los bancos, que constituye un activo para éstos. Este rubro del Pasivo del balance de la Reserva Federal saltó (en miles de millones de dólares) de 17,0 en agosto de 2007 a 29,0 en julio de 2008, a 183,0 en octubre de 2008 y a 744 a mediados de junio pasado. Obviamente, el sentido de que los bancos acumularan reservas excedentes fue dotarlos de mayor liquidez y evitar una explosión en la tasa de *overnight*. De esa manera se compensó el proceso de desintermediación que la desconfianza provocaba con los retiros de caja.

Actualmente, las reservas tienen una remuneración de 25 puntos básicos. En condiciones normales, si las reservas excedentes pueden colocarse por encima de esta tasa, los bancos preferirán prestarla: hay una relación inversa entre el monto de reservas y su tasa de interés de mercado; cuando la Reserva Federal decida subir esta tasa, reducirá las reservas (y los bancos deberán “cubrirse” en el mercado).

En consecuencia, la Reserva Federal puede inducir el comportamiento de la tasa de interés manejando el interés que paga sobre las reservas o, alternativamente, “retirando” las reservas excedentes vendiendo a los bancos hipotecas recientemente adquiridas. Este puede ser otro camino de salida para la plétora monetaria que deberá ser calibrado.

**En cualquier caso, esta estrategia termina en un endurecimiento gradual de las condiciones monetarias, *ceteris paribus*, que debería manifestarse en una suba de la tasa de interés. El punto es que si se consolida la confianza, el aumento del multiplicador y la normalización del sistema de crédito podrían neutralizar ese efecto (también será necesario monitorear el resultado neto de los movimientos de capitales en Estados Unidos, dado que un ingreso neto provocará expansión y un egreso viceversa, en los cual tendrá que ver la evolución del dólar *vis à vis* otras monedas).**

- 1.5. La actividad económica en la Argentina se mantiene relativamente estabilizada en el segundo trimestre del año respecto del primero, en términos generales y como un promedio que encubre numerosas situaciones individuales.** Podría sugerirse una suerte de calma preelectoral que acompaña la situación en la región y que podría modificarse a partir de los resultados de las elecciones del pasado 28/6.

Por el lado de la oferta, el Índice de Producción Industrial de FIEL (IPI) en mayo mantuvo el mismo nivel de abril; los primeros cinco meses del año se ubican 12,6% debajo de igual período del 2008; ello implica que, en términos desestacionalizados y asumiendo que junio también se mantuviera respecto de mayo, el segundo trimestre de 2009 sería: i) 3,6% más alto que el primero; ii) 1,5% más bajo que el cuarto de 2008; iii) 7% más bajo que el tercero de 2008; 10% más bajo que el segundo de 2008. Esta secuencia explica a la vez la magnitud del receso industrial y el hecho de que se está en una meseta.

El Índice General de Expectativas Económicas (IGEE) que releva TNS Gallup–UCA arroja el mismo resultado en mayo: una mejora de 6% en mayo respecto de abril que, a su turno, había sido el mínimo de la serie que comenzó a relevarse en 2004. El nivel de mayo es similar al de noviembre de 2008 y, curiosamente, el nivel de mayo del IPI de FIEL (desestacionalizado) también coincide con el de noviembre pasado.

- 1.6. El débil desempeño de la economía se refleja menos nítidamente en las cifras del Estimador Mensual de Actividad Económica EMAE (*véase la sección 2.*) que muestran para el primer trimestre del año un crecimiento interanual del 2% que se extiende en abril; en dicho mes se habría alcanzado, según este indicador, un nivel de actividad también similar al de noviembre del 2008.**

Las cifras de las cuentas nacionales, comentadas en la sección 2., indican que los sectores productores de bienes cayeron en términos interanuales 3,2% respecto de igual período de 2008, mientras los servicios aumentaron 4,7%, para en promedio completar un crecimiento del 2% en el PBI global.

**Resulta llamativa la coexistencia de una fuerte caída en la producción de bienes con aumento en la de servicios, particularmente a la luz de las cifras de empleo.**

A su vez, las cifras de comercio exterior –fuerte caída de las importaciones– y de los ingresos fiscales, resultan llamativas en el contexto de una baja solo moderada de la actividad. Cabe recordar que las cuentas nacionales del primer trimestre evidenciaron el aumento del 2% del PBI concomitantemente con una caída de 24,2% en las importaciones medidas en pesos constantes.

- 1.7.** La caída de las importaciones del primer trimestre tiene su correlato en el superávit de la Balanza Comercial del bimestre abril–mayo de 4,8 miles de millones de dólares (1,9 miles de millones en igual período de 2008); como elemento de juicio, en el primer trimestre el superávit comercial fue de 3,6 miles de millones, o sea que el superávit mensual promedio de abril–mayo (2,4 miles de millones) duplica al del primer trimestre (1,2 miles de millones) y es 146% mayor al de igual período de 2008.

**Como las exportaciones de ese bimestre son 15% inferiores a las de abril–mayo de 2008, es obvio que el superávit aumentó en ese periodo por la caída interanual del 46% en las importaciones en valor (alrededor de 40% de caída en volúmenes físicos).**

**Proyectando el resultado del bimestre hasta junio puede estimarse el superávit de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos, ahora del segundo trimestre de 2009, en 4,4 miles de millones de dólares según surge del Cuadro 1.3.**

**Cuadro 1.3**  
**BALANCE DE PAGOS**  
(en miles de millones de dólares)

	2008		2009	
	Trim. I	Trim. II	Trim. I	Trim. II
Cuenta Corriente	1,7	0,7	1,5	<b>4,4</b>
Mercaderías	3,8	2,9	3,9	<b>6,9</b>
Exportaciones	16,0	17,5	11,9	<b>14,8</b>
Importaciones	12,2	14,6	8,0	<b>7,9</b>
Servicios	-2,1	-2,2	-2,5	<b>-2,5</b>
Cuenta Capital	1,8	-3,3	-1,2	<b>-4,4</b>
Δ Reservas	3,5	-2,6	0,3	<b>0,0</b>

FUENTE: elaboración propia sobre la base de datos de INDEC; junio y Trim. II 09 proyectado; Cuenta Capital incluye Errores y Omisiones.

**Las Reservas Internacionales del BCRA no aumentaron a lo largo del trimestre. Por lo tanto, cabe concluir que el superávit de la Cuenta Corriente financió un déficit equivalente de la Cuenta Capital, como ha venido ocurriendo en los últimos trimestres.**

- 1.8.** Un punto sugestivo es que la velocidad de caída de las importaciones en volumen físico se aceleró entre el primer y segundo trimestre del corriente año, pasando del citado 25% al 40%, a pesar de los signos de estabilización que mostró el sector industrial. Ello sugiere que las empresas podrían estar reduciendo fuertemente sus inventarios de productos importados.

Al mismo tiempo, el tipo de cambio real del BCRA muestra una depreciación del peso de 6% en el primer trimestre del año y de 4% en el segundo, para redondear un 10% en el semestre, levemente por encima de las estimaciones del sector privado sobre la tasa de inflación.

Si bien esto pudo contribuir a la aceleración en la caída de las importaciones, la evidencia sugiere que también han incidido otro tipo de factores.

- 1.9.** En ese sentido, bajos niveles de importaciones están asociados con una combinación de cuatro factores: i) bajos niveles de actividad; ii) moneda local subvaluada; iii) medidas arancelarias o para arancelarias; iv) restricciones administrativas.

**La caída del segundo trimestre –y aun la del primero– son demasiado significativas para asociarlas de manera excluyente con la disminución de la actividad, incluso midiendo esta última por indicadores privados.**

En relación al tipo de cambio real, la medición del BCRA (contra una canasta de monedas utilizando deflatores de precios oficiales) sugiere que el tipo de cambio real multilateral, que se había apreciado 8% interanual en el primer trimestre, redujo esa tendencia al 2% en abril–mayo (particularmente mayo).

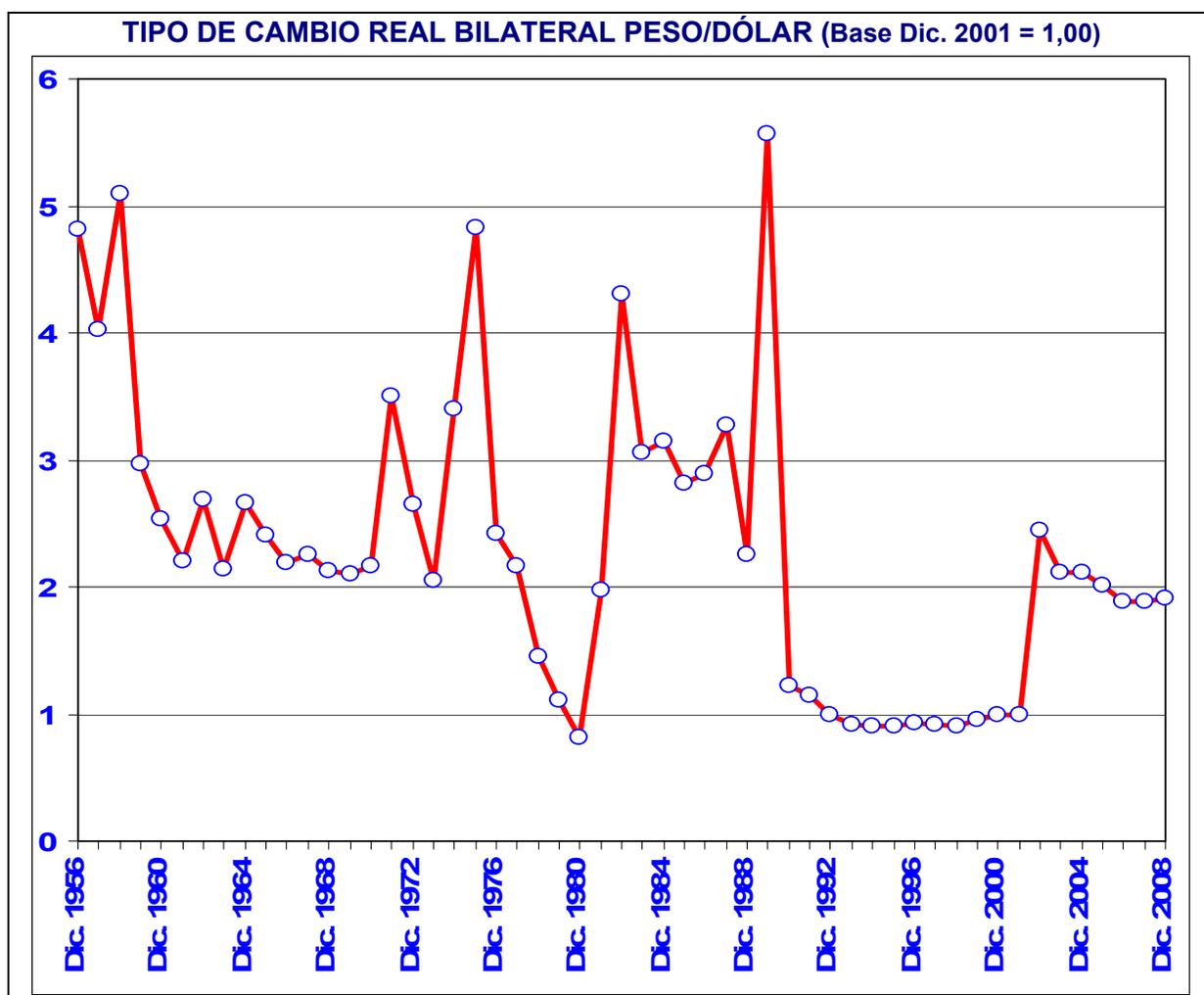
**Desde esa mirada, el tipo de cambio real de mayo es el más depreciado del período diciembre 2001–mayo 2009, con la excepción de los meses de mayo y junio de 2002 y abril de 2008.** La medición de JPMorgan (también contra una canasta de monedas) tiende a coincidir con esta visión, por ejemplo.

Una medida alternativa del tipo de cambio real es *vis à vis* el dólar estadounidense, corregido por el diferencial entre el Índice de Precios Mayoristas en Estados Unidos y el Índice de Precios al Consumidor local (PPI/IPC).

La desventaja de este indicador es que solamente resulta válido contra la moneda estadounidense. La ventaja es que permite construir una serie suficientemente larga, como la que se presenta en el gráfico adjunto (53 años) y que evita las perturbaciones que las regulaciones y restricciones al comercio exterior introducen en el tipo de cambio multilateral.

**Si bien los datos del gráfico de la página siguiente incluyen los meses de diciembre de cada año, el promedio simple es de 2,31; si se excluye el período de la Convertibilidad sube a 2,64. El valor de diciembre 2008 (1,91) es el más bajo, con excepción del período de la “tablita” y de la convertibilidad (valores más bajos indican una moneda local más apreciada).**

- 1.10.** Lo señalado en 1.9. permite concluir que las restricciones administrativas, arancelarias y paraarancelarias están jugando un papel importante en el superávit comercial y de Cuenta Corriente, en la parte que no alcanza a explicar la evolución de la actividad y el tipo de cambio real.



**1.11.** Pasadas las elecciones parlamentarias del 28-6, probablemente la atención de los agentes económicos se vuelque hacia la forma en que la administración encara el segundo semestre y las tendencias que dominarán el resto del mandato.

En el Informe Mensual 232 del mes pasado se efectuó un balance del punto de partida, en base a la información entonces disponible.

**1.12.** Sin duda, la cuestión fiscal será uno de los ejes dominantes cuando el Poder Ejecutivo deba enviar en un par de meses al Congreso el proyecto de Ley de Presupuesto para el año 2010. La desaparición de superávit fiscal del Estado Nacional (*véase la sección 4.*) y la débil situación del consolidado de las provincias, en un contexto de fuerte crecimiento del gasto en los últimos años y débil aumento de la recaudación en 2009, forman el cuadro dentro del cual se deberán tomar las determinaciones, en el contexto político postelectoral.

La desaceleración de la inflación en los últimos meses es una noticia positiva, en un marco de cierta fatiga del proceso de monetización consistente con un flujo de salida de capitales, que es documentado por la estabilidad de las reservas, pese al fuerte superávit comercial, y por el lento aumento de los depósitos.

A su turno, la actividad industrial en promedio detuvo en abril la caída observada desde el tercer trimestre de 2008, a la par que también se frenaba la caída de la confianza del consumidor. Confianza del consumidor, expectativas y demanda de activos monetarios en pesos, son todas variables muy volátiles y su evolución en el corto plazo es determinante para la marcha de la economía, que estará por lo tanto condicionada por la forma en que los agentes económicos perciban los lineamientos y el curso de la política económica en los próximos meses que, a su vez, serán determinantes del primer semestre de 2010.

**La pandemia de gripe A (H1N1) afectará negativamente tanto la oferta como la demanda agregadas. En el primer caso, por los inconvenientes en el proceso productivo; en el segundo, por cambios en el perfil de la demanda, en perjuicio de los servicios menos imprescindibles. A la fecha de cierre de este Informe Mensual resulta prematuro estimar su impacto total en la economía.**

## 2. NIVEL DE ACTIVIDAD

2.1. En el cuadro adjunto se incluyen las estimaciones del PBI correspondientes a 2008, al cuarto trimestre de ese año y al primero de 2009, desagregadas en los principales rubros.

**Cuadro 2.1**  
**ESTIMACIÓN DEL PBI Y DE LA OFERTA Y DEMANDA GLOBALES**  
a precios constantes de 1993 (variaciones % respecto de igual período del año anterior)

	IV 08	2008	I 09
<b>Sectores productores de Bienes</b>	<b>-0,7</b>	<b>2,9</b>	<b>-3,2</b>
Agricultura, ganadería, caza y silvicultura	-9,7	-2,7	-14,1
Industria manufacturera	0,9	4,5	-1,2
Construcción	-1,9	3,7	-3,5
<b>Sectores productores de Servicios</b>	<b>6,2</b>	<b>8,2</b>	<b>4,7</b>
Comercio mayorista y minorista, y reparaciones	3,8	7,9	1,8
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	10,1	12,1	7,3
Intermediación financiera	10,6	17,4	4,1
Actividades inmobiliarias, empresariales, etc.	5,9	6,3	5,5
<b>PBI a precios de mercado</b>	<b>4,1</b>	<b>6,8</b>	<b>2,0</b>
PBI miles de millones de pesos de 1993	395	383	357
Importación de bienes y servicios	-0,9	14,1	-24,2
<b>Oferta y Demanda globales</b>	<b>3,5</b>	<b>7,6</b>	<b>-1,4</b>
Consumo Privado	3,8	6,5	1,5
Consumo Público	6,9	6,9	6,8
Inversión Bruta Interna Fija	-2,6	9,1	-14,2
Absorción Interna	2,7	7,2	-1,4
Exportación de bienes y servicios	-11,2	1,2	-11,8

<p>PBI [Producción de Bienes + Servicios] = Consumo [Privado + Público] + Inversión + Expo – Impo .:</p> <p>PBI + Importaciones = Oferta Global = Demanda Global = Consumo [Privado + Público] + Inversión + Expo</p>
---

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, *Informe de avance del nivel de actividad* (18-6-09).

En el primer trimestre el Producto creció 2,0% en comparación con igual período de 2008, como resultado de una baja en Bienes (-3,2%) más que compensada por un incremento en Servicios de 4,7%. **Resulta significativa la diferencia de 7,9 puntos porcentuales entre ambos sectores**, ampliándose respecto de las dos observaciones previas, aun cuando debe tenerse en cuenta que Bienes es más sensible que Servicios en una etapa de disminución del nivel de actividad.

**El sector Agricultura, ganadería, etc., tuvo una fuerte caída de 14,1%**, mientras que Construcción se contrajo 3,5%. Industria manufacturera, con el mayor peso relativo en el sector productor de Bienes, descendió 1,2% en el primer trimestre, siempre en términos interanuales. Más adelante se confronta este dato con los indicadores de producción industrial de INDEC y de FIEL.

**Todos los sectores de Servicios mostraron valores positivos, encabezando el ranking Transporte, almacenamiento y comunicaciones, con 7,3%.**

**En cuanto a la Demanda global, las mayores bajas se dan en Importación, Inversión Bruta Interna Fija y Exportación: 24,2%, 14,2% y 11,8%.**

Por su parte, el Consumo privado creció levemente (1,5%), en tanto que el Consumo público lo hizo a una mayor tasa (6,8%). Debe destacarse un elevado valor absoluto en el rubro Discrepancia estadística, que incluye la variación de existencias de productos no agropecuarios: 6.894 millones de pesos a precios de 1993, que representa el 2,9% del Consumo privado.

- 2.2.** El siguiente cuadro adjunto muestra las variaciones del Producto de cada trimestre con el anterior, a partir de la serie desestacionalizada.

**Cuadro 2.2**  
**PRODUCTO BRUTO INTERNO**  
**Sin estacionalidad**  
**(Variación % respecto del trimestre inmediato anterior)**

	% s/trim. ant.	Anualizado
<b>2008</b>		
Trimestre I	1,2	4,9
Trimestre II	1,8	7,4
Trimestre III	1,3	5,3
Trimestre IV	-0,5	-2,0
<b>2008</b>		
Trimestre I	0,1	0,4

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, *Informe de avance del nivel de actividad* (18-6-09).

**Se destaca la variación negativa del cuarto trimestre, la cual anualizada significa un descenso de 2,0%.**

- 2.3.** El Producto a precios corrientes del primer trimestre llegó al nivel 992.937 millones de pesos, lo cual implicó un aumento de 11,86% respecto de similar período de 2008. A su vez, el PBI a precios constantes de 1993 creció 2,04%. **De la división de ambos valores (111,86/102,04) surge que la variación porcentual del índice de precios implícitos en el PBI fue de 9,6% respecto de igual período del año anterior.**

La desagregación de la mencionada variación en los sectores productores de Bienes y los de Servicios fue de 2,9% y 16,5%, respectivamente. En el primer caso, uno de los rubros que incidió en el menor aumento de Bienes fue Agricultura, Ganadería, etc., con una baja de 21,7%.

**Similar cálculo para el año 2008 arroja una variación anual de 19,1% en el índice de precios implícitos**, en descenso en el curso del año (23,3% en el tercer trimestre y 14,3% en el cuarto). En Agricultura, Ganadería, etc., el aumento fue de 36,7%, a pesar de que en el cuarto trimestre ya había tenido una baja de 7,7%.

- 2.4. Avanzando un mes más en los datos, el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), que anticipa la variación del PBI a precios constantes de 1993, registró en abril un crecimiento de 2,0% en comparación con igual mes de 2008. Es la misma tasa que se alcanzó en el primer trimestre, de modo que en el acumulado de enero–abril sigue siendo 2,0%.
- 2.5. En materia de producción industrial, el siguiente cuadro incluye las variaciones de los índices elaborados por INDEC y FIEL.

**Cuadro 2.3**  
**ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL e ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL**  
 Con estacionalidad (Tasas de variación %)

	INDEC %	FIEL %
Mayo 2009/Mayo 2008	-1,7	-12,2
<b>Enero–Mayo 09/Enero–Mayo 08</b>	<b>-1,9</b>	<b>-12,6</b>

FUENTE: elaborado sobre la base datos de INDEC y FIEL (24-6-09 en ambos casos).

**Se sigue manteniendo la diferencia entre ambos indicadores, de 10,7 puntos porcentuales en el acumulado de cinco meses.**

Tomando algunos sectores y reconociendo que puede haber diferencias en la composición de los mismos, se incluirá en primer término el porcentaje de variación de INDEC en enero–mayo y luego el generado por FIEL: Industria alimenticia, 13,2% y 0,7%; Industria del tabaco, 6,7% y -1,6%; Papel y cartón, 7,2% y -4,0%; Sustancias y productos químicos–Productos de caucho y plástico, 9,3%–4,3% y -6,6%; Productos minerales no metálicos, 4,2% y -7,3%; Vehículos automotores, -31,5% y -40,5%; Resto de la industria metalmeccánica, 5,5% y -24,1%.

- 2.6. El Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), elaborado por INDEC, registró en mayo pasado una variación de -4,6% en comparación con igual mes de 2008 y de 0,2% respecto de abril, sin estacionalidad (*véase el Anexo Estadístico, Cuadro II, columna ISAC*). En el acumulado enero–mayo la baja fue de 3,4%.

La encuesta cualitativa del mencionado informe, arrojó los siguientes resultados ante la pregunta sobre la evolución de la actividad en su empresa en el mes de junio:

**Empresas que realizan principalmente obras públicas: aumentará, 24,3%; disminuirá, 32,4%; no cambiará, 43,3%. Saldo de respuestas aumentará menos disminuirá: -8,1.**  
**Empresas que realizan principalmente obras privadas: aumentará, 8,0%; disminuirá, 32%; no cambiará, 60,0%. Saldo de respuestas entre disminuirá y aumentará: -24,0.**

2.7. En resumen, el siguiente cuadro compara los principales indicadores del nivel de actividad.

**Cuadro 2.4**  
**EVOLUCIÓN DE INDICADORES SELECCIONADOS**  
**Variaciones porcentuales interanuales**

	IV 08/ /IV 07 %	I 09/ /I 08 %
PBI (a precios constantes de 1993)	4,9	2,0
EMAE (estimador mensual anticipado del PBI)	5,7	2,3
<b>PBI Industria Manufacturera</b>	<b>2,4</b>	<b>-1,2</b>
<b>Estimador Mensual Industrial (EMI)</b>	<b>1,7</b>	<b>-2,3</b>
<b>Índice de Producción Industrial (IPI)</b>	<b>-7,4</b>	<b>-13,1</b>
PBI Construcciones	-1,9	-3,5
Indicador Sintético Actividad Construcción (ISAC)	-2,0	-1,3
PBI – Importaciones de bienes y servicios	-3,9	-24,2
Importaciones CIF en volumen físico	-4,3	<b>-32,5</b>

NOTA: las tasas son las originalmente informadas.

FUENTE: elaborado sobre la base datos de INDEC y FIEL (IPI).

Debe recordarse que en la edición del EMAE del 23-1-09 se había estimado un crecimiento interanual para octubre de 5,3%, noviembre 4,6% y diciembre 7,4%, con lo que se alcanzaba un aumento del 5,7% en el cuarto trimestre. Cuando el 13-2-09 se publicó el PBI de dicho trimestre, el incremento fue del 4,9% que figura en el cuadro.

Posteriormente, se ecualizó el EMAE con el PBI, reduciendo el crecimiento de diciembre del primero a 4,6%, procedimiento habitual ya que las estimaciones de aquel indicador se corrigen cuando se publican las cuentas nacionales.

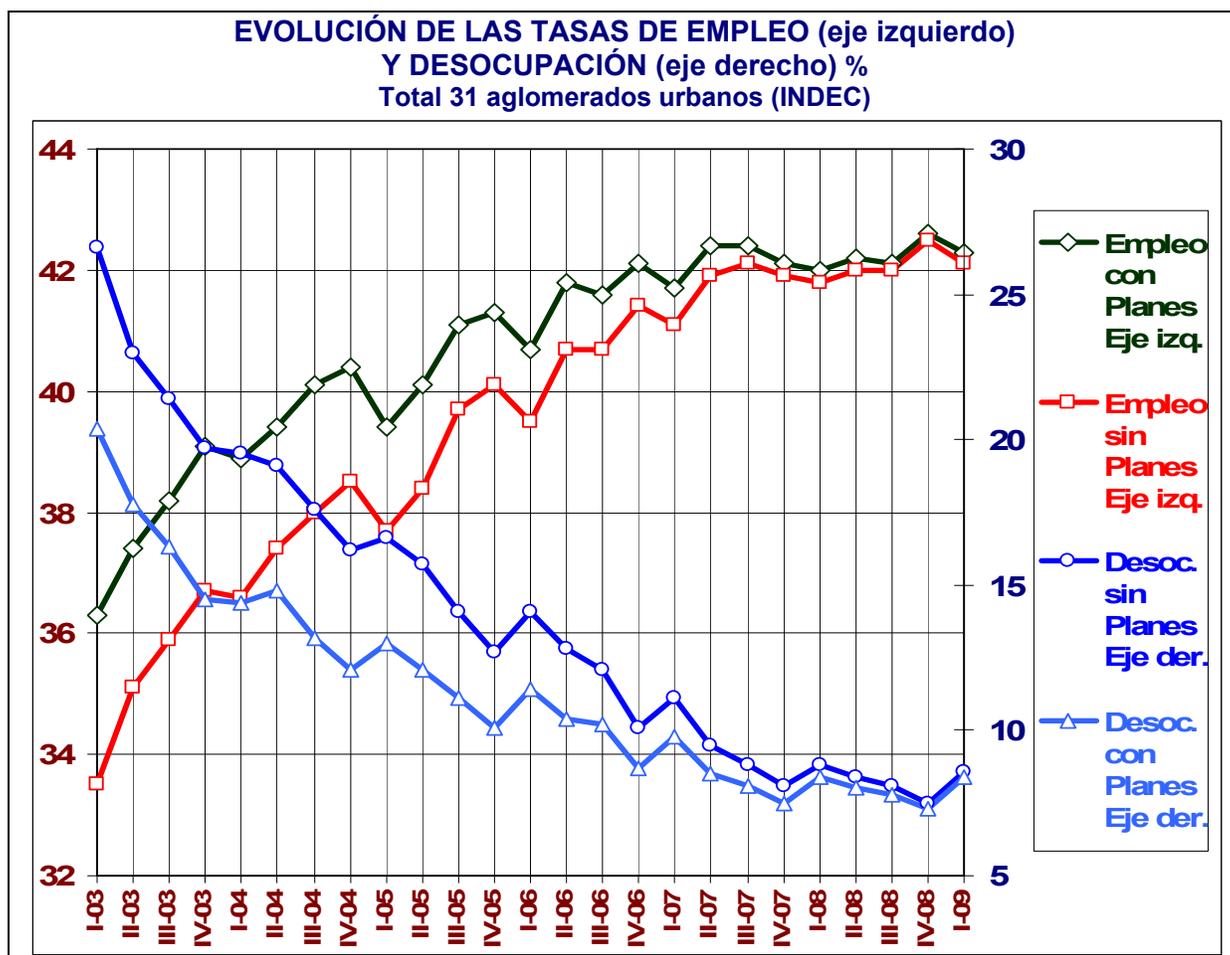
El 21-5-09 se difundieron las cifras del primer trimestre del EMAE, para enero, febrero y marzo: 2,1%, 2,3% y 2,7%, respectivamente, que implica 2,3% para el trimestre. El 18-6-09 se dieron a conocer las cuentas nacionales de dicho trimestre, con el ya mencionado aumento de 2,0%; **pero también se redujo retroactivamente el crecimiento del Producto en el cuarto trimestre, de 4,9% a 4,1%.**

Por lo tanto, se corrigió simultáneamente el EMAE de ese período, es decir, octubre, noviembre y diciembre: 4,6%, 3,9% y **3,7% (el 7,4% original)**. Y también se ecualizó enero, febrero y marzo: 1,7%, 2,0% y 2,4%.

**Es decir que en este tramo el EMAE sobrestimó sistemáticamente la variación del PBI, lo cual otorga a este estimador un carácter muy provisional.**

### 3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

3.1. El gráfico adjunto permite apreciar la evolución trimestral de las series de empleo y desocupación desde 2003 hasta el presente.



Fundamentalmente, queda de relieve lo siguiente:

- a) Sigue cerrándose la brecha entre las series que incluyen personas que gozan de planes sociales con contraprestación laboral y las que no las computan. El denominado Plan Jefes y Jefas de hogar fue reduciéndose, siendo reemplazado por otros planes que no requieren contraprestación.
- b) Se destaca el amesetamiento de las series de empleo desde el segundo trimestre de 2007, con un pico en el cuarto trimestre de 2008. Si bien puede reconocerse cierto efecto estacional, como ocurrió en similares trimestres desde 2003 a 2006, **el registro del referido cuarto trimestre de 2008 aparece desalineado respecto del mismo período de 2007, en otro contexto de nivel de actividad.**

3.2. En el Cuadro 3.1 adjunto se muestra la evolución de las tasas de actividad, de empleo y desocupación desde el cuarto trimestre de 2006 y hasta el primero del corriente año, que surgen de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH).

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

	Actividad (1)	Empleo (2)	Empleo Dif. anual p. p. (3)	Desocupación (4)
<b>IV 2006</b>	<b>46,1</b>	<b>42,1</b>	<b>0,8</b>	<b>8,7</b>
I 2007	46,3	41,7	1,0	9,8
II 2007	46,3	42,4	0,6	8,5
III 2007	46,2	42,4	0,8	8,1
<b>IV 2007</b>	<b>45,6</b>	<b>42,1</b>	<b>0,0</b>	<b>7,5</b>
<b>I 2008</b>	<b>45,9</b>	<b>42,0</b>	<b>0,3</b>	<b>8,4</b>
II 2008	45,9	42,2	-0,2	8,0
III 2008	45,7	42,1	-0,3	7,8
<b>IV 2008</b>	<b>46,0</b>	<b>42,6</b>	<b>0,5</b>	<b>7,3</b>
<b>I 2009</b>	<b>46,1</b>	<b>42,3</b>	<b>0,3</b>	<b>8,4</b>
I 09 menos IV 08	0,1	-0,3		1,1
<b>I 09 menos I 08</b>	<b>0,2</b>	<b>0,3</b>		<b>0,0</b>

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

(2) **Tasa de empleo.** Población ocupada (incluye personas que perciben planes sociales con contraprestación laboral) dividida por la Población total urbana. Representativa de la demanda laboral ejercida por las empresas.

(3) Diferencia en puntos porcentuales respecto de igual período del año anterior.

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

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, *Avance de las tasas generales del mercado de trabajo* (22-5-09).

Deben destacarse los siguientes puntos:

- a) Columna (2). Las tasas de empleo del cuarto trimestre de 2008 y primero de 2009 son superiores a las de similares períodos de 2007–2008. Por lo tanto, la diferencia en puntos porcentuales con igual trimestre del año inmediato anterior (3), que venía descendiendo en el curso de 2007 y llegó a ser negativa en el segundo y tercer trimestre de 2008, se recuperó en los dos últimos trimestres. **Esto último, en un contexto de menor actividad.**
- b) Como se calcula en la última fila del referido cuadro, a nivel interanual, **la suba de 0,3 puntos porcentuales en la tasa de empleo compensó el ascenso de 0,2 puntos en la tasa de actividad, de manera que la tasa de desocupación quedó en el mismo nivel que en el primer trimestre de 2008 (8,4%).**

Ahora bien, los Asalariados sin descuento jubilatorio bajaron de 37,3% del total de asalariados en el primer trimestre de 2008 a 36,4% en igual período del corriente año (*EPH INDEC, Indicadores Socioeconómicos, 17-6-09, Cuadro 1.2*). Es decir que además del aumento de la ocupación indicado en b) se incrementó la participación del empleo formal.

Sin embargo, a partir de la información de AFIP, los denominados “cotizantes dependientes” disminuyeron 0,87% en igual período, como puede verse en el cuadro adjunto.

**Cuadro 3.2**  
**CANTIDAD DE APORTANTES Y COTIZANTES SEGÚN RELACIÓN LABORAL**  
**Enero, Febrero y Marzo de 2009**  
(En cantidades de personas y variación interanual)

	Enero	Febrero	Marzo	Enero	Feb.	Marzo
1. Cotizantes autónomos	400.426	387.078	389.566	-9,4	-10,8	-9,9
<b>2. Cotizantes dependientes</b>	<b>5.646.689</b>	<b>5.521.607</b>	<b>5.467.817</b>	<b>0,6</b>	<b>-0,8</b>	<b>-2,4</b>
3. Cotizantes mixtos	33.064	32.671	33.415	-0,5	2,3	3,0
4. Monotributistas sin aportes voluntarios	1.167.178	1.155.211	1.194.925	12,6	12,8	15,0
Subtotal	7.247.357	7.096.567	7.085.723			
Aportantes	8.128.825	8.152.932	8.161.372	3,4	4,9	2,2

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de AFIP, Informe de Seguridad Social, Cuadro 1.

Efectivamente, se advierte que los cotizantes dependientes fueron disminuyendo en el curso del trimestre y que las tasas interanuales se fueron haciendo más negativas, dentro del promedio de 0,87%.

**Por lo tanto, esta caída de la ocupación en los asalariados formales sólo puede ser consistente con un aumento de los asalariados informales, para dar lugar a un aumento del empleo asalariado total (Bour y Susmel, *Ámbito Financiero, 19-6-09*). Una hipótesis es que el empleo total no creció y sí lo hizo la informalidad.**

Posteriormente (26-6-09) INDEC distribuyó un informe generado en la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales acerca de la evolución de los puestos de trabajo ocupados, entre otros temas, según surge del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones. De acuerdo con esta información, existían 5.775.110 puestos de trabajo promedio en el primer trimestre del corriente año, **lo cual implica un incremento de 0,11% respecto de igual período de 2008.**

A nivel desagregado, en un sector significativo como Industria manufacturera, con una incidencia de 20,0% en el total, hubo un descenso de 1,0%, en tanto que Construcciones cayó 7,1% e Intermediación financiera 4,6%. Se verificaron ascensos en el orden de 5% en sectores de servicios tales como Hoteles y restaurantes, Servicios sociales y de salud y Administración pública y defensa.

- 3.3.** En el cuadro de la página siguiente se determina la elasticidad de arco Empleo/PBI (incremento del empleo ante la variación de un punto porcentual en el Producto), computando el PBI del trimestre inmediato anterior, entendiendo que puede existir una demora en la respuesta de la ocupación a variaciones en el Producto.

Debe recordarse que menores valores de elasticidad requieren más elevadas tasas de crecimiento del PBI para obtener similares aumentos en el empleo, pero implican una mayor productividad del factor trabajo.

En la columna (1) del Cuadro 3.3 puede verse que en el cuarto trimestre de 2007 y el primero de 2008 la elasticidad desciende un escalón, debido a un menor crecimiento en la cantidad de ocupados; y en el segundo y tercer trimestre de este año se baja otro escalón, con la elasticidad tendiendo a cero.

En el segundo trimestre comienzan a incidir el conflicto con el sector agropecuario y la menor actividad en un sector mano de obra intensiva como construcciones, etc.; y en el tercero se acentúa la crisis internacional y la baja en el precio de *commodities*.

**Cuadro 3.3**  
**POBLACIÓN OCUPADA (31 aglomerados) y ELASTICIDAD EMPLEO/PRODUCTO**  
(En miles de personas y %)

	Ocupados (miles)	Ocupados (A) Var. interanual %	PBI (B) Var. interanual %	Elasticidad (A)/(B) lag un trimestre	Promedio anual
I 2003	8.289				
II 2003	8.406				
III 2003	8.777				
IV 2003	9.000		11,7		
I 2004	8.976	8,3	11,3	0,71	
II 2004	9.121	8,5	7,1	0,75	
III 2004	9.297	5,9	8,7	0,83	
IV 2004	9.379	4,2	9,3	0,48	0,69
I 2005	9.150	1,9	8,0	0,20	
II 2005	9.349	2,5	10,4	0,31	
III 2005	9.610	3,4	9,2	0,33	
IV 2005	9.676	3,1	9,0	0,34	0,30
I 2006	9.568	4,6	8,8	0,51	
II 2006	9.852	5,4	7,7	0,61	
III 2006	9.973	3,8	8,7	0,49	
IV 2006	10.103	4,4	8,6	0,51	0,53
I 2007	10.053	5,1	8,0	0,59	
II 2007	10.249	4,0	8,6	0,50	
III 2007	(1) 10.235	2,6	8,8	0,30	
IV 2007	10.222	1,2	9,1	0,14	0,38
I 2008	10.224	1,7	8,5	0,19	
II 2008	10.291	0,4	7,8	0,05	
III 2008	10.299	0,6	6,9	0,08	
IV 2008	10.451	2,2	4,1	0,32	0,16
<b>I 2009</b>	<b>10.370</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>0,34</b>	

(1) Trim. III 2007 extrapolado, porque no se publicaron resultados de los aglomerados Gran Buenos Aires, Gran La Plata, Bahía Blanca y Mar del Plata. Sin esos aglomerados la cantidad de ocupados fue de 3.880.000.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de Ministerio de Economía (Cuadro A3.2), INDEC (22-5-09) e *Informe de avance del nivel de actividad* (18-6-09).

**Dado que no hubo cambios significativos en el contexto, también aparece desalineado el incremento interanual de 2,2% y 1,4% en la cantidad de ocupados en el cuarto trimestre y el pasado primer trimestre, respectivamente.**

Con estos dos registros y, fundamentalmente, frente a una tasa de crecimiento del Producto en descenso, la elasticidad se ubica en el entorno de 0,34 igual que en el curso de 2007 y 2005.

**Por otra parte, al comparar el cuarto trimestre de 2008 con el tercero del mismo año el aumento en valor absoluto de las personas ocupadas fue de 152 mil, frente a un crecimiento del PBI en declinación, superando al incremento de 130 mil en el cuarto trimestre de 2006 frente al tercero, en otro contexto macroeconómico.**

- 3.4.** Además de los efectos de esta desalineación y ante la posibilidad de que la desocupación se ubique en un nivel superior, **surge cierta inquietud acerca del agravante que implicaría un aumento de la pobreza, lo cual se estaría verificando según estimaciones independientes.**

El cuadro adjunto muestra la evolución de la incidencia de la pobreza e indigencia que surge de la EPH para el total de aglomerados urbanos. Se define una línea de indigencia, marcada por el valor de una canasta básica alimentaria (CBA), y una línea de pobreza a partir del valor de una canasta básica total (CBT), que incluye bienes y servicios no alimentarios (Aglomerado Gran Buenos Aires, IPC, INDEC). Esto se confronta con los ingresos, que dependen de la evolución de la ocupación y de las remuneraciones.

**Las personas (u hogares) cuyos ingresos son inferiores a las respectivas líneas se caracterizan como indigentes o pobres.** Precisamente, el Cuadro 3.4 indica la proporción de personas que se encuentran debajo de las mencionadas líneas.

**Cuadro 3.4**  
**POBREZA E INDIGENCIA**  
**Total de aglomerados urbanos EPH**  
**(En porcentaje de personas debajo de las líneas %)**

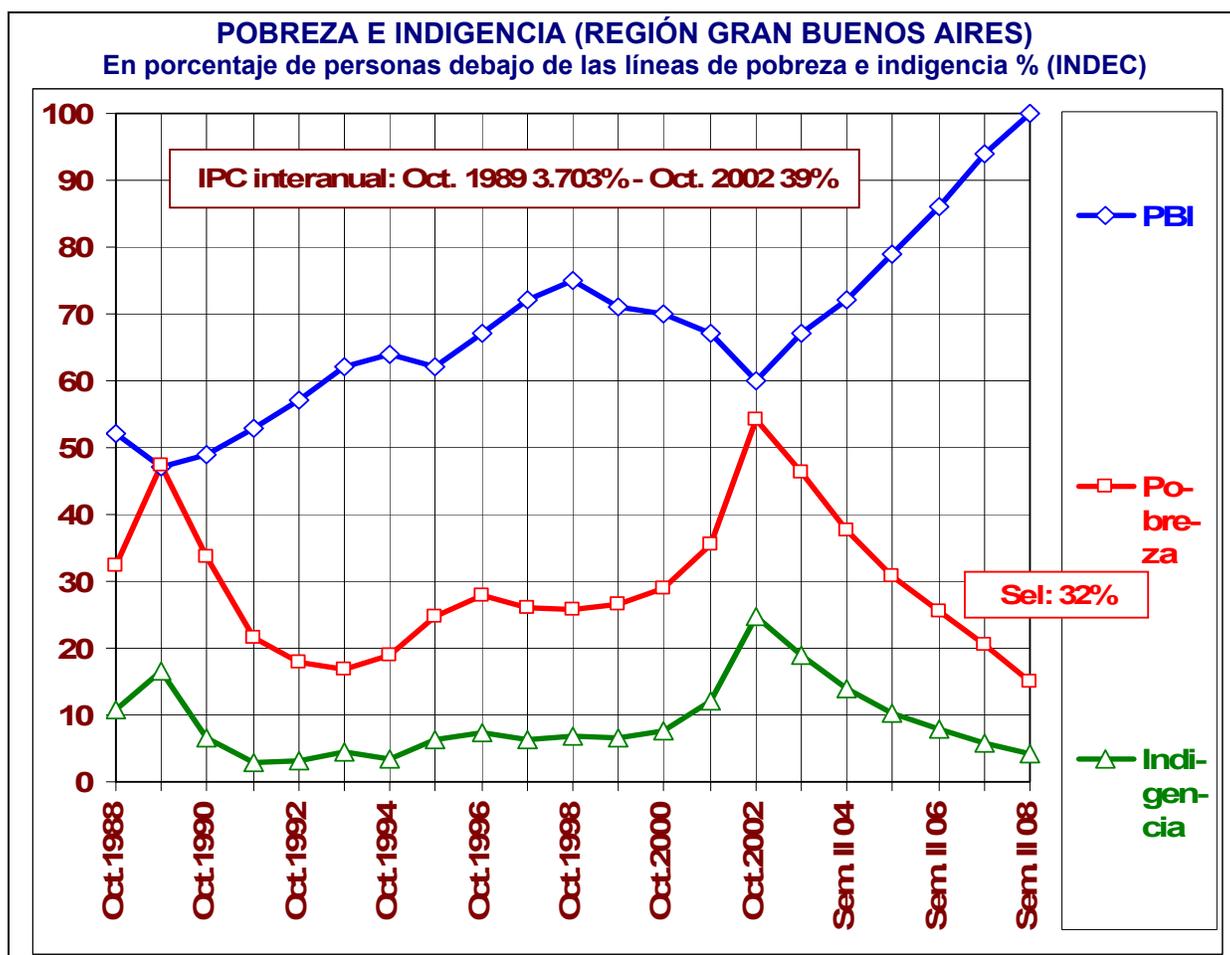
	Pobreza	Indigencia
Sem. I 2003	54,0	27,7
Sem. II 2003	47,8	20,5
Sem. I 2004	44,3	17,0
Sem. II 2004	40,2	15,0
Sem. I 2005	38,9	13,8
Sem. II 2005	33,8	12,2
Sem. I 2006	31,4	11,2
Sem. II 2006	26,9	8,7
<b>Sem. I 2007</b>	<b>23,4</b>	<b>8,2</b>
<b>T. IV 07/T. I 08</b>	<b>20,6</b>	<b>5,9</b>
<b>Sem. I 2008</b>	<b>17,8</b>	<b>5,1</b>
<b>Sem. II 2008</b>	<b>15,3</b>	<b>4,4</b>

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC (20-3-09)

Desde los altos registros de 2003 y en función del crecimiento de la economía, la creación de empleo y la mejora en las remuneraciones, fueron descendiendo las mencionadas proporciones. **Sin embargo, a partir de 2007 se presentan dos circunstancias negativas: i) aceleración de la inflación, sobre todo en alimentos; ii) amesetamiento en la creación de empleo, como se ha visto.**

Por ello, como han surgido dudas acerca de si en este segundo tramo el referido indicador estaría reflejando adecuadamente la evolución de la pobreza y la indigencia, en la sección 3.6. se analiza la evolución de los valores de la CBA y de la CBT que fijan las correspondientes líneas. **En general, existe cierto consenso en el sentido de que no existirían dudas hasta los datos del segundo trimestre de 2006.**

3.5. Con una perspectiva temporal más amplia, el siguiente gráfico muestra la evolución de la pobreza y la indigencia desde 1988 a la fecha, en este caso para la región Gran Buenos Aires (Ciudad de Buenos Aires y partidos del conurbano bonaerense), de acuerdo con la disponibilidad de los datos.



En ambas series quedan de manifiesto dos picos, **el segundo más elevado que el primero**, en octubre de 1989 y en octubre de 2002 (la EPH puntual generalmente se relevaba en los meses de mayo y octubre). **En el primer caso, coincidentemente con la hiperinflación (3.700% interanual) y en el segundo con el fuerte ajuste de precios (39% interanual), sobre todo en alimentos, posterior a la devaluación de comienzos de 2002.** El movimiento ascendente en la segunda parte de la década del 90 puede atribuirse al incremento en la tasa de desocupación.

**Resulta sugestivo que el punto Sem. II 08 de la serie de Pobreza (14,9%) se encuentre debajo de los registros de Oct. 1992 a Oct. 1994, al igual que el de la serie de Indigencia (4,1%) respecto de Oct. 1991, Oct. 1992 y Oct. 1994.**

- 3.6.** En el cuadro adjunto se examina la valorización de la CBA y la CBT; la misma se informa mensualmente, pero en el presente cuadro se toman los valores de diciembre de cada año, incluyendo mayo de 2009.

**Cuadro 3.5**  
**CANASTA BÁSICA ALIMENTARIA Y CANASTA BÁSICA TOTAL**  
**para el adulto equivalente**  
**(En pesos, para meses seleccionados)**

	CBA		CBT	
	Pesos	% interanual	Pesos	% interanual
Dic. 2003	105,76	0,0	231,61	-0,4
Dic. 2004	108,36	2,5	239,48	3,4
Dic. 2005	124,59	15,0	269,11	12,4
Dic. 2006	134,14	7,7	291,08	8,2
Dic. 2007	<b>143,10</b>	6,7	309,10	6,2
Dic. 2008	<b>143,70</b>	<b>0,4</b>	317,10	2,6
Mayo 2009	<b>143,63</b>	<b>(vs. Dic. 08) 0,0</b>	324,19	<b>(vs. Dic. 08) 2,2</b>
May.09/Dic.03		<b>35,8</b>		<b>40,0</b>
<b>Mayo s/ Sel</b>	<b>215,52</b>		<b>484,92</b>	
<b>Mayo s/FIEL</b>	<b>238,2</b>		<b>500,4</b>	

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC (10-6-09 y planilla Valores desde septiembre 2000).

Se aprecia que en el curso de 2008 y en los meses de 2009 los valores aumentaron en una mínima proporción, sobre todo en el caso de la CBA. Entre puntas, Alimentos y Bebidas del IPC se incrementó 54,7% y el Nivel General 55,7%, si bien los rubros no son estrictamente comparativos.

**Si además se tomara algún indicador de precios alternativo, las líneas de pobreza e indigencia ascenderían de nivel, de modo que los porcentajes de incidencia del Cuadro 3.4 serían más elevados.**

Según las estimaciones de Sel, para mayo de 2009 los valores de la CBA y la CBT son 50,0% y 49,6% superior a la oficial. En el caso de un hogar con cuatro miembros, dos adultos y dos hijos, se computan como si fueran 3,09 unidades en adultos equivalentes. Por lo tanto, el valor de la CBA sería de 666 pesos y el de la CBT 1.498 pesos. En el caso de FIEL serían 736 y 1.546 pesos, respectivamente.

- 3.7.** En este sentido, el *Newsletter* de Sel Consultores correspondiente a mayo pasado plantea que **la pobreza medida con una canasta independiente subió de 26,9% en el segundo semestre de 2006 a 32,2% en el primer semestre de 2008;** y que la indigencia aumentó a casi 11%.

El siguiente cuadro recoge la evolución de la población urbana en situación de pobreza, de acuerdo con los supuestos de la referida consultora.

Puede apreciarse en el cuadro que la cantidad de pobres no indigentes habría alcanzado un mínimo en el segundo semestre de 2006, a partir del cual inició un tramo creciente. Del mismo modo, la cantidad de indigentes llegó a un piso en el primer semestre de 2007, con un importante salto interanual de 32,5% en el primer semestre de 2008.

**Cuadro 3.6**  
**POBLACIÓN URBANA EN SITUACIÓN DE POBREZA**  
(En miles de personas y variación interanual)

	Pobres no indigentes		Indigentes	
	Miles	% interanual	Miles	% interanual
Sem. I 2003	8.863		9.334	
Sem. II 2003	9.253		6.948	
Sem. I 2004	9.307	5,0	5.796	-37,9
Sem. II 2004	8.642	-6,6	5.144	-26,0
Sem. I 2005	8.658	-7,0	4.760	-17,9
Sem. II 2005	7.495	-13,3	4.233	-17,9
Sem. I 2006	7.051	-17,4	3.909	-17,9
Sem. II 2006	6.391	-14,7	3.055	-27,8
Sem. I 2007	7.029	-0,3	2.967	-24,1
<b>Sem. II 2007</b>	<b>7.213</b>	<b>12,9</b>	<b>3.553</b>	<b>16,3</b>
<b>Sem. I 2008</b>	<b>7.613</b>	<b>8,3</b>	<b>3.932</b>	<b>32,5</b>

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de Sel Consultores, *Newsletter* (Mayo 2009).

**3.8.** En la segunda quincena de mayo la referida consultora llevó a cabo una encuesta sobre el empleo y las condiciones de vida en la Ciudad de Buenos Aires y partidos del conurbano bonaerense. Se comentarán específicamente dos puntos, referentes a la incidencia de la pobreza y la indigencia y a la desocupación por condición de pobreza.

**Cuadro 3.7**  
**POBREZA E INDIGENCIA**  
**Área metropolitana de Buenos Aires – Mayo de 2009**  
(En porcentaje de personas %)

	Pobres no indigentes	Indigentes	Total
<b>Total</b>	<b>21,5</b>	<b>9,7</b>	<b>31,2</b>
Ciudad de Bs. As.	10,8	3,1	13,9
<b>Partidos GBA</b>	<b>25,0</b>	<b>11,8</b>	<b>36,8</b>
GBA 1 y 2	21,9	7,6	29,5
GBA 3	20,7	11,1	31,8
<b>GBA 4</b>	<b>31,9</b>	<b>17,2</b>	<b>49,1</b>

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de Sel Consultores, *Newsletter* (Junio 2009).

**Los pobres no indigentes constituyen el 21,5% de la población; sumando a los indigentes se llega a 31,2%. De este modo, se confirma el dato insertado en el gráfico titulado Pobreza e Indigencia (Región Gran Buenos Aires) y en el primer párrafo de la sección anterior 3.7.**

Queda en claro la significativa diferencia entre la Ciudad de Buenos Aires y los partidos del conurbano. Y además, la importante dispersión entre estos últimos, al punto que en los partidos de la periferia, el GBA 4, se totaliza casi el cincuenta por ciento.

En cuanto al otro punto mencionado al comienzo de la presente sección, el Cuadro 3.8 pone de relieve la disparidad de la tasa de desocupación en función de la condición de pobreza.

**Cuadro 3.8**  
**DESEMPLEO y POBREZA**  
**Área metropolitana de Buenos Aires – Mayo de 2009**  
**(En tasa de desocupación %)**

<b>Total Área metropolitana</b>	<b>10,5</b>
Indigentes	21,1
Pobres no indigentes	12,6
<b>No pobres vulnerables (superan entre 1,01 y 1,5 veces el valor de la LP).</b>	<b>11,0</b>
No pobres integrados (el ingreso es por lo menos 1,5 veces el valor de la LP)	3,2

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de Sel Consultores, *Newsletter* (Junio de 2009).

En primer término, la tasa de desocupación en el área metropolitana de 10,5% que aparece en el cuadro debe compararse con el 8,4% estimado por INDEC para Gran Buenos Aires (Ciudad de Buenos Aires y Partidos del GBA), que además coincidía con la tasa correspondiente a los 31 aglomerados antes mencionada. **Es decir que la diferencia entre ambas tasas, 2,1 puntos porcentuales, no parece muy elevada.** Además, queda de manifiesto la amplia dispersión entre puntas, es decir los indigentes y los no pobres integrados.

**Resulta interesante la clasificación de “no pobres vulnerables”, que obviamente están en la frontera de la pobreza, tratándose de personas con ingresos en el rango de 1.500–2.250 pesos o bien de hogares con dos adultos y dos menores, en los cuales solamente trabaja el jefe de familia. Recién superando los 2.250 pesos se ingresa en el tramo de los no pobres integrados.**

- 3.9.** En resumen, ante la no muy elevada diferencia entre la estimación de la tasa de desocupación que surge del Cuadro 3.8 y la difundida por INDEC, con los comentarios que se han formulado acerca de la existencia de variables desalineadas, **el eje de la discusión está pasando del empleo a la incidencia de la pobreza y la indigencia.**

Los datos que han sido analizados, provenientes del sector privado, ponen de relieve la magnitud del problema, que además tiende a agravarse. Se requiere un proceso de crecimiento económico sustentable con baja inflación y una reorientación del gasto público para implementar políticas públicas focalizadas y transparentes, por citar solamente algunos puntos clave en la materia.

#### 4. FINANZAS PÚBLICAS

4.1. La recaudación tributaria en junio ascendió a 26.752 millones de pesos, con un incremento de 13,3% respecto del mes homólogo del año 2008. De esta manera, en el primer semestre del año los ingresos aumentaron 13,8%, ascendiendo a 145.827 millones de pesos.

Efectuada la pertinente corrección para excluir el efecto de la reorientación a ANSES de los aportes que hasta el año pasado los aportantes volcaban en sus cuentas personales en las AFJP, el aumento interanual de la recaudación tributaria de junio y del primer semestre sería de 8,9% y de 8,5%, bien por debajo del crecimiento del PBI nominal.

4.2. Con este desempeño de la recaudación de junio, estimaciones preliminares indican que el Sector Público Nacional culminará el primer semestre del año con un resultado primario positivo de 5,4 miles de millones de pesos y un déficit global –luego del pago de intereses– de 3,4 miles de millones (las cifras del cuadro 4.1 reflejan cifras de recursos y gastos netos de transferencias a provincias por coparticipación federal según la nueva exposición de cifras desde el año 2007).

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

	Primer semestre			Año			Sem. II
	2009	2008	Δ%	2009	2008	Δ%	Δ% (1)
Recursos (2)	113,4	103,9	9,2	241,5	219,1	10,2	11,1
Gasto Primario (2)	107,9	83,5	29,2	229,2	186,6	22,8	17,7
Resultado Primario	5,4	20,3		12,3	32,5		
Intereses	8,8	6,9		25,1	17,9		
Resultado Total	-3,4	13,4		-12,8	14,6		

(1) Variación implícita, dado el primer semestre, para alcanzar el dato anual.

(2) Netos de transferencias a Provincias por Coparticipación Federal.

FUENTE: elaboración propia sobre la base de datos del Ministerio de Economía.

**La tijera entre gastos creciendo a 29,2% y recursos haciéndolo al 9,2% provoca una “pérdida de superávit” de 15,0–16,8 miles de millones de pesos, según se lo mida sobre el primario o el total en el semestre. Ello representa 1,3 puntos porcentuales del PBI en seis meses o 2,5 puntos anualizados.**

Estimaciones del año 2009 que se presentan en la parte derecha del Cuadro 4.1 suponen una ambiciosa desaceleración del gasto público nacional, al 17,7% en el segundo semestre del año (última columna). Así y todo, parece difícil que el resultado total sea mejor que el déficit de 12,8 miles de millones allí estimado.

Sobre el cierre de este Informe Mensual se informó que el Ministerio de Economía había solicitado al Banco Central la transferencia de utilidades por 4.400 millones de pesos, provenientes de las ganancias por diferencia de cambio de las reservas (dólar versus peso) obtenidas durante el año 2008. **Estos recursos monetarios permitirían revertir el déficit total acumulado en el primer semestre mencionado en los párrafos precedentes.**

Esta operatoria merece algunos reparos por tratarse de utilidades devengadas pero aún no realizadas y susceptibles a eventuales cambios en la paridad, en el caso de una eventual revaluación nominal del peso frente al dólar. En teoría, el aumento del valor en pesos de las reservas que constituyen un activo del Banco Central, compensan el pago de intereses sobre Lebac, Nobac, Pases Pasivos y otros rubros del pasivo del BCRA que constituyen una fuente de esterilización monetaria. Es probable que luego de esta operación se produzca un deterioro en la relación Reservas Internacionales/Pasivos Financieros del BCRA.

Es presumible que la operación no tenga formalmente impacto monetario, en tanto el BCRA efectúe la transferencia al Tesoro de las utilidades solicitadas directamente en moneda extranjera y que el Tesoro los aplique a pagos externos de intereses o amortización. De todas maneras se observará el deterioro mencionado en la relación Reservas Internacionales/Pasivos Financieros.

Cabe señalar que en el marco del Presupuesto 2009 ya se había ampliado el margen de asistencia del BCRA al Tesoro. En los últimos doce meses la utilización del Tesoro de adelantos del BCRA pasó de 21,0 a 31,0 miles de millones, es decir, un aumento de 10.000 millones que duplica el crecimiento de la Base Monetaria en ese período. Una ampliación ulterior quizás hubiera exigido tratamiento parlamentario, que el mecanismo elegido no requiere.

Una perspectiva de más largo plazo surge del cuadro 4.2 de la página siguiente, que refleja las cifras incluyendo en los ingresos y los gastos los fondos recaudados por la Nación y luego transferidos a las Provincias por la coparticipación federal, dado que la serie utilizada en 4.1 no se extiende para periodos anteriores al 2007.

**El citado Cuadro 4.2 muestra al año 2006 como punto de inflexión en la situación fiscal de la Argentina y el comienzo del deterioro de las cuentas públicas de la Nación que se profundiza en 2009.**

Obsérvese que la economía estaba creciendo a tasas todavía elevadas en los años 2007–2008 y, sin embargo, el cuadro fiscal comenzaba a emitir señales de alerta, que el desempeño de la economía en el transcurso del primer semestre de 2009 ha profundizado.

**Cuadro 4.2**  
**SECTOR PÚBLICO NACIONAL**  
(En miles de millones de pesos)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ingresos Totales	55,0	77,2	105,1	126,4	158,9	217,9	293,0	330,0
Gasto Primario	52,8	68,5	87,8	106,8	134,8	192,1	260,0	320,0
Resultado Primario	2,2	8,7	17,3	19,6	24,1	25,8	33,0	10,0
Intereses	6,8	6,9	5,6	10,2	11,6	16,0	18,5	19,0
Resultado Global	-4,6	1,8	11,7	9,4	12,5	9,8	14,5	-9,0
PBI nominal	312,6	375,9	447,6	531,8	654,5	812,1	1.038,0	1.142,0
Result. Prim/PBI (%)	0,7	2,3	3,9	3,7	<b>3,7</b>	<b>3,2</b>	<b>3,2</b>	<b>0,8</b>
Res. Global/PBI (%)	-1,4	0,5	2,6	1,8	<b>1,9</b>	<b>1,2</b>	<b>1,4</b>	<b>-0,8</b>

FUENTE: proyección propia; por razones de consistencia con los datos históricos, las cifras incluyen, tanto en recursos como en gasto primario, los fondos transferidos a provincias por coparticipación.

**4.3. Paralelamente, la situación fiscal de las provincias aparece cada vez más comprometida, con un déficit conjunto de 1,0% del PBI estimado para el año 2009 (superávit de 1,1% en el 2004).** Cabe señalar que las cifras, que se presentan como Cuadro 4.3., no incluye ni los ingresos ni los egresos del sistema previsional provincial que, a su turno, presenta un déficit de 2,0–2,5 miles de millones de pesos.

En el caso de los estados subnacionales el deterioro precede al observado en la Nación al arrancar en el año 2004; sin embargo, recién en el año 2008 aparece el déficit primario.

**Cuadro 4.3**  
**SITUACIÓN FISCAL NACIONAL**  
(En miles de millones de pesos)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ingresos Totales	42,7	57,5	71,6	88,7	113,2	146,0	163,0
Gasto Primario	39,2	51,1	67,6	85,9	111,4	143,2	173,0
Resultado Primario	3,4	6,4	4,0	2,8	1,8	-2,8	-10,0
Intereses	1,8	1,6	1,9	2,3	2,5	2,7	3,5
Resultado Total	1,6	4,8	2,1	0,5	-0,7	-5,5	-13,5
Ítem de memorándum							
Resultado Total/PBI	0,4	<b>1,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,1</b>	<b>-0,1</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,0</b>

FUENTE: elaboración propia sobre la base de datos del Ministerio de Economía; año 2008 estimado y 2009 proyección propia.

## 5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO

- 5.1.** Luego de la tregua de mayo, mes durante el cual el BCRA compró 730 millones en el mercado de cambios, junio fue un mes en el cual predominaron las ventas, pese a que la estacionalidad de la demanda de dinero hubiera sugerido lo contrario.

**En efecto, hasta el 19/6 el BCRA llevaba vendidos 152 millones de dólares y, considerando el desempeño del mercado en la última semana, es posible que el monto total de ventas rondará los 600 millones.**

De esta manera, en el segundo trimestre el resultado neto sería de compras por 200 millones y en el primer semestre ventas por 1.300 millones en cifras aproximadas. Cabe señalar que estas ventas se comparan con compras netas por 200 millones en el primer semestre de 2008 y ventas por 1.000 millones en el segundo semestre del mismo año en cifras redondas.

**Las ventas se realizaron en el contexto de un deslizamiento del tipo de cambio de 10% en el primer semestre y de fuerte restricción de importaciones, que redujeron la demanda de divisas y permitieron un mayor equilibrio en el mercado de cambios.**

- 5.2.** En este marco, la expansión monetaria está muy contenida. Los Pasivos Financieros del BCRA han caído 2,5% desde junio del año pasado, en alrededor de 3,8 miles de millones de pesos y la Base Monetaria permanece estabilizada (en rigor aumentó 5% en términos nominales), entre otras razones por cuanto el stock de circulante con poder del público tampoco crece en términos reales, **lo que sugiere que la monetización está estancada o, quizás, que hay una leve desmonetización.**

A su turno, los depósitos totales, que en mayo habían crecido 1,6% con respecto a abril como promedio mensual de saldos diarios, crecieron otro 1,5% en junio, **para redondear un aumento interanual de 5,7%. Los depósitos privados aumentaron 0,5% en mayo respecto de abril y 1,0% en junio respecto de mayo (1,7% interanual).** Finalmente, los depósitos a plazo fijo totales cayeron 1,7% en junio y 5% en términos interanuales, aunque en esta caída haya influido el cambio de destino que hizo ANSES a los depósitos a plazo fijo que estaban en el activo de los fondos administrados por las AFJP.

- 5.3. En síntesis, el panorama monetario oscila en un equilibrio precario, entre un valle de escaso relieve y la incipiente desmonetización.** Esto, en un contexto de estabilidad de tasas de interés (la tasa Badlar de bancos privados oscila entre 12,5% y 13% anual) y **desaceleración en el crecimiento del crédito al sector privado.**

Como se ha señalado en Informes Mensuales anteriores, el problema radica en que los depósitos crecen por debajo de la tasa de interés pasiva y el crédito por debajo de la tasa de interés activa, todo lo cual tensiona la de caja tanto del sector financiero cuanto del sector no financiero.

- 5.4.** En la primera quincena de julio se mantienen las condiciones de mayor necesidad de caja del sistema, para atender el pago de los aguinaldos. Esta restricción estacional debería provocar liquidación de divisas para compensarla, aun cuando la incertidumbre puede limitar/mitigar ese aumento estacional en la oferta de divisas, en cuyo caso podría preverse una mayor tensión en el mercado financiero.

## 6. SECTOR EXTERNO

6.1. El cuadro adjunto muestra las estimaciones del Balance de Pagos para sus principales componentes, incluyendo la relación Cuenta Corriente/PBI en dólares.

**Cuadro 6.1**  
**BALANCE DE PAGOS**  
(En millones de dólares)

	Anual 2007	I 2008	II 2008	III 2008	IV 2008	Anual 2008	I 2009
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>7.103</b>	<b>1.676</b>	<b>748</b>	<b>3.366</b>	<b>1.244</b>	<b>7.034</b>	<b>1.470</b>
Mercancías	13.255	3.827	2.890	5.642	3.105	15.464	3.912
<i>Exportaciones FOB</i>	55.780	16.032	17.472	21.320	15.197	70.021	11.863
<i>Importaciones FOB</i>	42.525	12.205	14.582	15.678	12.092	54.557	7.951
Servicios	-500	-275	-357	-359	101	-889	-144
Rentas + Transferencias corrientes	-5.652	-1.876	-1.785	-1.917	-1.962	-7.540	-2.298
<b>Cuenta Capital</b>	<b>5.336</b>	<b>761</b>	<b>-2.310</b>	<b>-4.771</b>	<b>-3.356</b>	<b>-9.676</b>	<b>-1.831</b>
Sector Bancario (BCRA y otros)	1.567	253	527	1.091	201	2.073	1.810
Sector Público no financiero	2.423	-508	850	-144	-396	-197	-33
Sector Privado no financiero	1.230	971	-3.700	-5.842	-3.162	-11.732	-3.627
Otros	116	44	13	124	0	181	19
<b>Errores y omisiones netos</b>	<b>659</b>	<b>1.089</b>	<b>-1.059</b>	<b>1.356</b>	<b>1.266</b>	<b>2.651</b>	<b>628</b>
<b>Variación Reservas BCRA (1)</b>	<b>13.098</b>	<b>3.526</b>	<b>-2.621</b>	<b>-49</b>	<b>-846</b>	<b>9</b>	<b>267</b>
Ajuste por tipo de pase	1.041	762	-327	-345	111	201	-144
Variación Reservas BCRA ajustadas	14.139	4.288	-2.948	-394	-735	210	123
PBI (miles millones pesos corrientes)	812	888	1.108	1.058	1.078	1.033	993
Tipo de cambio peso/dólar	3,13	3,16	3,11	3,06	3,40	3,18	3,59
PBI (miles de millones de dólares)	259	281	356	346	317	325	277
<b>Cuenta Corriente/PBI (2) %</b>	<b>2,74</b>	<b>2,39</b>	<b>0,84</b>	<b>3,89</b>	<b>1,57</b>	<b>2,16</b>	<b>2,12</b>

(1) Variación de las Reservas Internacionales del Banco Central por efecto de las transacciones del Balance de Pagos.

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

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

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, *Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos y de activos y pasivos externos de la República Argentina, 2008 y primer trimestre 2009* (19-6-09). Segundo tramo del Cuadro, elaboración propia.

6.2. La Cuenta Corriente tuvo un superávit de 1.470 millones de dólares<sup>1</sup> en el primer trimestre de 2009, 206 millones menos que en igual período del año pasado. La Cuenta Mercancías generó 85 millones más que en igual trimestre, debido a que las exportaciones se redujeron en 4.169 millones y la importaciones en 4.254.

El saldo en Servicios (exportaciones menos importaciones de servicios) fue -144 millones, algo menos negativo que el año pasado.

<sup>1</sup> A partir de esta referencia, cuando se dice “millones” debe entenderse “millones de dólares”.

En Rentas y Transferencias corrientes se registró un saldo negativo de 2.298 millones, frente a -1.876 millones en el primer trimestre de 2008. El principal factor fue Utilidades y dividendos, con un débito neto de 1.716 millones, seguido de Intereses y otros, por -582 millones.

**6.3. En el primer trimestre la Cuenta Capital registró un déficit de 1.831 millones, frente a un leve superávit de 761 millones en igual trimestre del año pasado.**

El Sector Bancario (BCRA y otras entidades financieras) aportó 1.810 millones, en tanto que el Sector Público no financiero resultó prácticamente neutro (-33 millones).

**El punto crucial es el fuerte saldo negativo de 3.627 millones proveniente del Sector Privado no financiero, el cual se originó principalmente en el rubro Activos por -4.643 millones, básicamente formación de activos externos, como puede verse en el Cuadro 6.2 adjunto.**

**Cuadro 6.2**  
**SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO**  
(En millones de dólares)

	I 2008	II 2008	III 2008	IV 2008	Anual 2008	I 2009
<b>Total Sector Privado no financiero</b>	<b>971</b>	<b>-3.700</b>	<b>-5.842</b>	<b>-3.162</b>	<b>-11.732</b>	<b>-3.627</b>
Activos	-3.605	<b>-6.353</b>	<b>-6.571</b>	-4.148	-20.677	-4.643
Pasivos	4.834	4.795	2.979	2.905	15.513	1.031
Otros financiamientos	-258	-2.141	-2.251	-1.919	-6.568	-15

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

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, *Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos y de activos y pasivos externos de la República Argentina, 2008 y primer trimestre 2009* (19-6-09), Cuadro 7.

Los referidos activos fueron muy parcialmente compensados por 1.031 millones en el rubro Pasivos, que incluye inversión extranjera directa, con valores muy inferiores a los períodos previos. **No fue significativo como en otros trimestres el rubro Otros financiamientos (venta a no residentes de activos internos, básicamente títulos públicos).**

Se destacan los valores pico del segundo y tercer trimestre de 2008 en el rubro Activos, seguidos del cuarto trimestre y el primero del corriente año, ambos muy superiores a los del primer trimestre de 2008.

**6.4.** La variación de las Reservas Internacionales del Banco Central fue de 267 millones en el primer trimestre del corriente año como resultado de las transacciones del Balance de Pagos, esto es, computando el saldo positivo de la Cuenta Corriente y el negativo de la Cuenta Capital, considerando el rubro Errores y omisiones netos. En el primer trimestre del año pasado, similar cálculo arrojaba una variación de 3.526 millones en las Reservas.

Al 31-3-09 las Reservas llegaron a 46.509 millones, con una leve mejora de 123 millones respecto del 31-12-08, luego de haber deducido 144 millones por ajustes derivados de los cambios en los tipos de pase de las monedas, como aparece en el referido Cuadro 6.1. Al 31-3-08 las Reservas totalizaban 50.464 millones, de acuerdo con el Cuadro 12 del informe oficial.

La Deuda Externa Bruta a fin de marzo llegó a 127.534 millones, 191 millones más que a fin de diciembre pasado, de acuerdo con el Cuadro 16 de la referida información oficial. La composición es la que se indica a continuación: **Sector Público no financiero y Banco Central, 64.983 millones (seguidamente desagregado)**; Sector Privado no financiero, 57.582; Sector Financiero, sin BCRA, 4.969.

**Cuadro 6.3**  
**PERFIL DE VENCIMIENTOS DE LA DEUDA EXTERNA**  
**Sector público no financiero y BCRA (1)**  
**(Saldos a fin de período en millones de dólares)**

	Stock 31-3-09	Corto plazo	2009 Trim. II	2009 Trim. III	2009 Trim. IV	2009 anual	2010 anual	2012 anual
<b>Deuda total</b>	<b>64.983</b>	<b>12.919</b>	<b>658</b>	<b>1.360</b>	<b>591</b>	<b>2.609</b>	<b>3.187</b>	<b>4.255</b>
<b>Gobierno Nac. y BCRA</b>	<b>60.799</b>	<b>12.637</b>	<b>581</b>	<b>1.342</b>	<b>568</b>	<b>2.490</b>	<b>3.071</b>	<b>4.138</b>
1. Bonos y tít. públicos (2)	32.452	----	101	865	91	1.056	1.193	2.379
2. Org. internacionales	20.918	6.340	425	419	423	1.266	1.628	1.509
3. Acreedores oficiales	1.069	----	54	50	52	156	235	235
4. Bancos comerciales	62	----	2	8	2	11	16	15
5. Atrasos (3)	6.297	6.297	----	----	----	----	----	----
<b>Gobiernos locales</b>	<b>4.184</b>	<b>282</b>	<b>77</b>	<b>18</b>	<b>23</b>	<b>119</b>	<b>115</b>	<b>117</b>

(1) Cifras provisionarias.

(2) Incluye Préstamo garantizado y Letras y Notas del BCRA.

(3) Incluye intereses devengados sobre el stock de capital atrasado.

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

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Internacionales, *Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos y de activos y pasivos externos de la República Argentina, 2008 y primer trimestre 2009* (19-6-09), Cuadro 17.

**6.5.** En el segundo tramo del Cuadro 6.1 se estima la relación Cuenta Corriente/PBI, con un valor de 2,12% en el primer trimestre del corriente año, en el mismo orden que en 2008, algo debajo del 2,39% de similar período de 2008 y contrastando con el 2,74 del año 2007.

**6.6.** En mayo las exportaciones totalizaron 5.138 millones y las importaciones 2.660 millones, con bajas de 18% y de 49%, respectivamente. De esta manera, el saldo de la Balanza Comercial de dicho mes fue de 2.478 millones, el más elevado del corriente año; en abril–mayo se generó el 57% de aquel superávit. En enero–mayo se exportó por 22.089 millones e importó por 13.756 millones, con sendas bajas interanuales de 21% y 40%, con un superávit comercial de 8.333 millones.

En el cuadro adjunto se muestran los valores de exportaciones e importaciones en el acumulado de cinco meses, desagregados por grandes rubros–uso económico y según efecto precio–efecto cantidad.

**Cuadro 6.4**  
**EXPORTACIONES e IMPORTACIONES**  
**Enero–mayo de 2009**  
**(En millones de dólares, participación y variación interanual)**

	Enero–mayo 2009		Enero–mayo 2009/Enero–mayo 2008		
	Valores (millones)	Estructura (%)	Valor (%)	Precio (%)	Cantidad (%)
<b>Exportaciones por grandes rubros</b>	<b>22.089</b>	<b>100</b>	<b>-21</b>	<b>-14</b>	<b>-8</b>
Productos Primarios	4.321	19,6	-39	-17	-26
Manufac. de origen agropecuario (MOA)	8.587	38,9	-9	-13	4
Manufacturas de origen industrial (MOI)	6.629	30,0	-18	-3	-15
Combustibles y energía	2.552	11,5	-28	-52	50
<b>Importaciones por uso económico</b>	<b>13.755</b>	<b>100</b>	<b>-40</b>	<b>-8</b>	<b>-35</b>
Bienes de Capital	3.003	21,8	-44	-5	-41
Bienes Intermedios	4.748	34,5	-42	-15	-31
Combustibles y lubricantes	734	5,3	-47	-31	-23
Piezas y accesorios para bienes de capital	2.458	17,9	-38	-2	-37
Bienes de Consumo	1.941	14,1	-21	-2	-31
Vehículos automotores de pasajeros	820	6,0	-49	Consumo + Automotores	
Resto	51	0,4	28		

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, Intercambio Comercial Argentino, Cuadros 4-6 (19-6-09).

**En la baja de las exportaciones del período hubo un leve predominio del efecto precio frente al efecto cantidad, -14% y -8%.** En valores, se destaca la caída en Productos Primarios (39%), con 26% de disminución en cantidades.

**Por el contrario, en el descenso de las importaciones el efecto volumen negativo fue el determinante (35%).** El rubro con mayor ponderación, Bienes Intermedios, cayó 42%, con una baja de 31% en cantidades, de modo consistente con la reducción del nivel de actividad.

Debe destacarse la existencia de mecanismos de restricción de importaciones, en la búsqueda de mantener el saldo positivo de la balanza comercial y por tanto mejorar la posición en materia de superávit de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos.

Se reitera la siguiente advertencia metodológica: *Los índices de precios del tipo Paasche se construyen considerando las cantidades de cada período de cálculo, razón por la cual son sensibles a los cambios en la composición del comercio exterior,* en mayor medida en estas circunstancias ante la magnitud de las variaciones en precios y cantidades.

## ANEXO ESTADÍSTICO

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

Año	Mes	Nivel (1)	Mensual % (2)	Anual % (3)
2008	Mayo	133,5	0,0	6,8
	Junio	124,6	-3,9	1,6
	Julio	133,3	2,8	9,2
	Agosto	139,1	1,2	3,9
	Septiembre	141,3	2,0	5,8
	Octubre	140,1	-2,2	2,6
	Noviembre	136,8	-1,0	0,0
	Diciembre	134,6	2,4	2,6
2009	Enero	116,7	-5,9	-4,4
	Febrero	116,3	2,0	-1,5
	Marzo	127,1	-0,8	-0,9
	Abril	131,3	2,3	-1,2
	<b>Mayo</b>	<b>131,2</b>	<b>-0,2</b>	<b>-1,7</b>

Fuente: INDEC.

(1) Serie con estacionalidad Base 2004 = 100.

(2) Variación porcentual con relación al mes anterior, serie desestacionalizada.

(3) Variación porcentual con relación a igual mes del año anterior, serie con estacionalidad.

**Cuadro II. INDICADORES SINTÉTICOS DE LA ACTIVIDAD DE LA CONSTRUCCIÓN Y DE SERVICIOS PÚBLICOS**

Año	Mes	Construcción (ISAC)		Servicios Públicos
		Mensual % (1)	Anual % (2)	Anual % (2)
2008	Mayo	0,6	5,9	10,1
	Junio	-11,5	-5,5	9,2
	Julio	14,0	11,7	12,2
	Agosto	-2,6	0,0	9,3
	Septiembre	-0,3	10,0	7,7
	Octubre	-2,4	0,0	6,3
	Noviembre	-3,5	-7,0	5,6
	Diciembre	-2,1	1,6	5,9
2009	Enero	6,4	-3,0	7,1
	Febrero	1,9	-2,5	7,7
	Marzo	-5,3	-0,5	8,8
	Abril	3,9	-5,5	8,2
	<b>Mayo</b>	<b>0,2</b>	<b>-4,6</b>	<b>8,5</b>

Fuente: INDEC.

ISAC 1997 = 100. Referencia: demanda de insumos requeridos en la construcción.

ISSP 1996 = 100. Referencia: consumo global de los servicios públicos.

(1) Variación porcentual con relación al mes anterior, serie desestacionalizada.

(2) Variación porcentual con relación a igual mes del año anterior, serie con estacionalidad.

### **Cuadro III. ÍNDICES DE SALARIOS NOMINALES**

Año	Mes	Sector privado		Sector público	Nivel general	
		Registrado	No registr.		Índice	Mens. % (1)
2008	Mayo	285,68	228,88	195,32	241,33	2,46
	Junio	290,11	234,98	201,10	252,50	2,09
	Julio	298,75	239,09	203,48	258,36	2,32
	Agosto	305,70	246,89	221,60	268,82	4,05
	Septiembre	310,99	255,05	223,43	273,65	1,80
	Octubre	316,05	263,94	223,43	277,96	1,57
	Noviembre	319,12	266,35	223,43	279,98	0,73
	Diciembre	321,61	269,54	226,33	282,73	0,98
2009	Enero	324,38	277,90	226,86	285,95	1,14
	Febrero	325,85	289,01	226,86	288,90	1,03
	Marzo	327,78	291,35	227,76	290,60	0,59
	Abril	332,04	299,95	228,12	294,56	1,36
	<b>Mayo</b>	<b>336,75</b>	<b>298,71</b>	<b>229,56</b>	<b>297,11</b>	<b>0,86</b>

Fuente: INDEC.

Índice Base Trimestre IV 2001 = 100.

Encuesta en el sector privado registrado; EPH en el no registrado; información en el sector público. Ponderaciones: 50,16% – 19,93% y 29,91%, respectivamente. Desde enero 2008 incluye el efecto del incremento de 7% a 11% en los aportes jubilatorios al sistema de capitalización.

(1) Variación porcentual con relación al mes anterior.

### **Cuadro IV. ÍNDICES DE SALARIOS REALES**

Año	Mes	Nivel General (1)	Industria manufacturera (Fuente: FIEL)		
			Salario real (2)	Salario USD (3)	Costo laboral (4)
2008	Mayo	111,85	Trim. II 110,0	Trim. II 633,6	Trim. II 122,9
	Junio	113,92			
	Julio	115,88			
	Agosto	118,02	Trim. III 115,6	Trim. III 716,1	Trim. III 131,1
	Septiembre	122,17			
	Octubre	123,84	Trim. IV 111,9	Trim. IV 660,1	Trim. IV 129,7
	Noviembre	125,36			
	Diciembre	125,85			
2009	Enero	126,42	Trim. I 109,2	Trim. I 628,1	Trim. I 131,5
	Febrero	127,25			
	Marzo	127,74			
	Abril	128,11			
	<b>Mayo</b>	<b>129,47</b>			

(1) Fuente: elaborado sobre la base de columna Nivel General del Cuadro V., ajustado por IPC (t+1). Dic. 2001=100.

(2) Salario nominal industrial (datos de INDEC) deflactado por IPC y empalmado desde Oct. 06 con la variación IPC Nacional Resto y desde Ene. 08 por IPC FIEL. Base Trim. I 2006 = 100.

(3) Salario nominal industrial expresado en dólares. Trim. I 2006 = 403,3.

(4) Costo laboral deflactado por precios mayoristas (Manufacturados). Índice Base Trim. I 2006 = 100.

**Cuadro V. BASE MONETARIA AMPLIA Y RESERVAS DEL BCRA**

<b>Año</b>	<b>Mes</b>	<b>Base Monetaria Amplia (\$) (a)</b>	<b>Reservas Líquidas (U\$S) (b)</b>	<b>[(a)/(b)] x 100 %</b>
2008	Junio	105.600	47.900	219
	Julio	110.426	47.600	232
	Agosto	111.260	47.407	235
	Septiembre	112.830	47.050	240
	Octubre	111.650	46.540	240
	Noviembre	109.300	45.600	240
	Diciembre	116.690	46.300	252
2009	Enero	121.021	46.870	258
	Febrero	118.680	47.055	252
	Marzo	117.824	46.934	251
	Abril	114.685	46.275	248
	Mayo	117.220	46.200	251
	<b>Junio (1)</b>	<b>120.000</b>	<b>46.500</b>	<b>258</b>

Fuente: elaboración propia sobre información del BCRA.  
Promedio mensual de saldos diarios, en millones; incluye pasivos pasivos.

(1) Estimación preliminar propia.

**Cuadro VI. AGREGADOS MONETARIOS**

<b>Año</b>	<b>Mes</b>	<b>Base Monetaria Amplia</b>	<b>M1</b>	<b>M3</b>
2008	Junio	0,6	2,5	0,3
	Julio	4,6	2,6	2,5
	Agosto	0,7	-3,3	0,8
	Septiembre	1,5	4,7	1,5
	Octubre	-1,0	0,0	0,4
	Noviembre	-2,0	-2,3	-1,2
	Diciembre	6,7	9,6	0,0
2009	Enero	3,7	3,2	1,2
	Febrero	-1,9	-4,4	-0,5
	Marzo	-0,9	-2,5	-1,3
	Abril	-2,7	-0,5	-1,0
	Mayo	2,2	1,5	1,3
	<b>Junio (1)</b>	<b>2,3</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>

Fuente: elaboración propia sobre información del BCRA.  
Tasa mensual de variación, calculada a partir de promedios mensuales de saldos diarios.

(1) Estimación preliminar propia.

**Cuadro VII. TIPO DE CAMBIO ACTUALIZADO Y TIPO DE CAMBIO REAL MULTILATERAL**

<b>Años</b>	<b>Períodos</b>	<b>Tipo de cambio \$/USD actualizado (1)</b>	<b>Tipo de cambio multilateral real (2)</b>
1986 –1988	Promedio	4,27	<b>2,43</b>
1989	Mayo	15,29	6,37
1989	Anual	<b>6,87</b>	<b>3,69</b>
1990	Anual	2,84	2,65
1991 – 2000	Promedio	1,71	1,19
2001	Anual	1,87	1,00
2002	Junio	5,56	2,79
	Diciembre	4,45	2,48
2003	Junio	3,77	2,25
	Diciembre	3,93	2,42
2004	Marzo	3,85	2,41
	Junio	3,92	2,39
	Septiembre	3,88	2,51
	Diciembre	3,85	2,64
2005	Junio	3,61	2,52
	Diciembre	3,63	2,59
2006	Marzo	3,70	2,73
	Junio	3,64	2,71
	Septiembre	3,65	2,74
	Diciembre	3,55	2,69
2007	Marzo	3,46	2,73
	Junio	3,44	2,82
	Septiembre	3,50	2,95
	Diciembre	3,44	3,10
2008	Enero	3,40	3,13
	Febrero	3,40	3,19
	Marzo	3,41	3,27
	Abril	3,37	3,32
	Mayo	3,30	3,38
	Junio	3,22	3,33
	Julio	3,22	3,39
	Agosto	3,22	3,28
	Septiembre	3,32	3,10
	Octubre	3,58	2,81
	Noviembre	3,57	2,78
	Diciembre	3,65	2,78
2009	Enero	3,49	2,81
	Febrero	3,55	2,78
	Marzo	3,69	2,89
	Abril	3,72	2,98
	Mayo	3,75	Provisorio 3,12
	<b>Junio</b>	<b>3,80</b>	<b>Preliminar 3,25</b>

(1) *Elaboración propia, sobre la base de tipos de cambio nominales peso/dólar de Boletín Informativo Techint (fin de mes, promedio compra-venta). Valores mensuales desde enero de 2002, sobre base propia. Los valores del último trimestre son los observados a fin de dichos períodos. Las cifras anteriores se han actualizado al último mes por el diferencial entre los índices de precios minoristas local y estadounidense: Valor nominal x [IPC/CPI–Consumer Price Index]*

(2) *Fuente: FIEL. Tipos de cambio nominales ponderados por el peso de cada moneda en el comercio exterior. Ajuste por precios mayoristas de la canasta de países y el IPC local. Base dic. 2001 = 1.*