



Departamento de Investigaciones del IAEF

INFORME MENSUAL ECONÓMICO FINANCIERO N° 220

JUNIO DE 2008 (Fecha de cierre: 5 de junio de 2008)

SÍNTESIS EJECUTIVA

- Las economías latinoamericanas están experimentando en el año 2008 un proceso generalizado que tiene las siguientes características: i) desaceleración de su tasa de crecimiento anual en alrededor de uno a dos puntos porcentuales; ii) aumento de la tasa de inflación en una magnitud similar; iii) deterioro de su saldo en la cuenta corriente del Balance de Pagos; iv) desmejora de su resultado fiscal.
- En el caso de la Argentina, luego de un primer trimestre favorable, en los meses de abril y mayo se percibe lo siguiente: i) lento crecimiento de los depósitos totales; ii) caída en los depósitos a plazo fijo del sector privado; iii) descenso en los pasivos monetarios del BCRA; iv) ventas netas de dólares por la autoridad monetaria en 1,8 miles de millones de dólares en el bimestre (las compras acumuladas de los primeros cinco meses son de 0,9 miles de millones de dólares); v) caída de reservas de 1,6 miles de millones en el bimestre abril–mayo; vi) freno al crecimiento del crédito al sector privado a partir de principios de mayo; vii) brusco incremento de la tasa Badlar en mayo.
- Los cuatro factores que incidieron en esta evolución se mencionan seguidamente: i) el conflicto con el sector agropecuario; ii) caída en los índices de confianza del consumidor; iii) percepción de una aceleración en la tasa de inflación y en la puja distributiva; iv) apreciación de una menor holgura fiscal que la indicada por el resultado fiscal “base caja” (por ejemplo, el deterioro de la situación fiscal de las provincias, el devengamiento de ajustes de capital en la deuda pública nacional).
- Si bien no se percibe todavía un impacto generalizado de la interacción de estos cuatro factores sobre la actividad económica, ello es en parte atribuible al exceso de demanda previa, que caracterizaba a una economía que operaba por encima de las condiciones de pleno empleo. Por ello, lo lógico es que, en general, primero se perciban los efectos sobre el gasto y no sobre la producción de bienes.
- Se han difundido algunos lineamientos generales acerca de un nuevo índice de precios al consumidor, que diferirá sustancialmente del actual, siendo representativo de los consumos de los hogares ubicados en los quintiles más bajos de los ingresos y no de toda la población. Aunque se disponga de la mejor tecnología, queda la sensación de que los resultados no serán plenamente confiables si existen dudas acerca de la calidad de los datos de entrada; por ello, el tema básico será el restablecimiento de la credibilidad de los agentes económicos en el nuevo instrumento.

SUMARIO INTERACTIVO

Cuando se hace clic en un renglón se pasa directamente a la correspondiente sección.

Para retornar a este punto hay que hacer clic en el título de esa sección.

SÍNTESIS EJECUTIVA	1
EXECUTIVE SUMMARY	4
1. EL CONTEXTO GENERAL	5
2. NIVEL DE ACTIVIDAD	11
3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN	13
4. FINANZAS PÚBLICAS	18
5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO	20
6. SECTOR EXTERNO	22
ANEXO ESTADÍSTICO	26

CUADROS RESUMEN

1. EL CONTEXTO GENERAL

La evolución de la situación financiera internacional sigue abierta. El temor por la aceleración de la inflación compite con el de la recesión y limita la capacidad de las autoridades monetarias para reducir la tasa de interés, particularmente en Europa. La novedad del mes ha sido el temor de que el impacto recesivo sobre Europa sea mayor al inicialmente esperado.

Los orígenes de las turbulencias internas se atribuyen a cuatro factores que interactúan: el conflicto entre el sector agropecuario y el gobierno; la percepción de los agentes económicos de una aceleración en la tasa de inflación; la apreciación de que la situación fiscal es menos holgada de lo que las cuentas del sector público nacional base caja sugieren; la caída de la confianza del consumidor.

2. NIVEL DE ACTIVIDAD

El Índice de Producción Industrial (IPI) elaborado por FIEL, registró un crecimiento de 8,5% en el primer cuatrimestre en comparación con igual período de 2007, impulsado por Bienes de Capital, con un incremento de 85,4%. Este fuerte aumento es explicado por la incorporación de grandes consumidores de energía eléctrica de ese sector; según FIEL, si no se computa ese salto, la tasa de crecimiento en dicho período se reduce a 3,1%.

El Índice de Producción Agroindustrial (IPAgro), indicador difundido por UADE, arrojó un incremento de 6,4% en el primer trimestre, en términos interanuales, destacándose la baja en Faena de carnes y en Lácteos.

3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

El Índice de Precios al Consumidor (IPC–GBA) es de ponderaciones fijas y no toma en cuenta el efecto sustitución entre bienes, cuando uno de ellos se ha encarecido en relación a otros. Un nuevo índice en Estados Unidos, llamado *chained*, incorpora ese efecto a partir de estructuras de gastos actualizadas mensualmente.

El nuevo IPC–GBA incorpora una serie de cambios, de acuerdo con los lineamientos generales anunciados en el curso de mayo, entre los cuales se destaca que sólo se tomará la estructura de consumo de los hogares correspondientes a los dos tercios de menores ingresos y se aplicarán ponderaciones móviles en algunos productos.

4. FINANZAS PÚBLICAS

Las provincias vienen experimentando, a nivel consolidado, un gradual deterioro de sus cuentas. En efecto, entre los años 2005 y 2008 el resultado total habría cambiado en 5,1 miles de millones de pesos, es decir en el equivalente a 0,5 puntos porcentuales del PBI. El deterioro de las cuentas provinciales se ha extendido a las distintas jurisdicciones.

Si bien los déficits son controlables, hay varios aspectos a considerar: i) las cifras se refieren al año 2007 en su conjunto, por lo que es plausible que el cuadro del último trimestre de 2007 haya sido peor que el promedio; ii) como los déficits se producen en pleno auge, cabe imaginar lo que puede ocurrir en un receso; iii) las provincias en déficit son, claramente, más dependientes del gobierno federal; iv) de las cuatro provincias grandes, solamente Santa Fe tiene superávit.

5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO

Como síntoma de turbulencias, la tasa Badlar para bancos privados ascendió a 14,5%, valor que casi duplica el 8,5% de dos meses atrás. Al mismo tiempo, se observaron algunas restricciones (mayores exigencias formales) a la compra de dólares por parte de minoristas.

La suba de la tasa de interés estuvo acompañada por un freno al crecimiento de los créditos al sector privado. Esta desaceleración contrasta con el elevado ritmo interanual exhibido hasta abril. En rigor, desde 2003 el crecimiento de los préstamos al sector privado viene excediendo al de los depósitos del sector privado. Ello se traduce en un aumento del ratio crecimiento absoluto de los préstamos al sector privado/crecimiento absorbido de los depósitos totales.

6. SECTOR EXTERNO

El Índice de precios de exportación continúa superando los registros anteriores, con un incremento de 31,1% al comparar el primer trimestre con igual período del año pasado, impulsado por Productos primarios y Manufacturas de origen agropecuario (MOA). Por su parte, el Índice de Términos del Intercambio registró un crecimiento de 18,1% en similar período.

Las exportaciones de enero–abril crecieron 39,8% respecto del primer cuatrimestre de 2007 (32% por efecto precio y 5% por mayores volúmenes). Pero en el mes de abril se produjeron bajas de 7% y 18% en las cantidades exportadas de Productos primarios y MOA, compensadas con mejores precios.

EXECUTIVE SUMMARY

- The Latin American economies are experiencing in the year 2008 a generalized process that bears the following characteristics: i) deceleration of its yearly growth rate in about one or two percentage points; ii) increase of the inflation rate in a similar magnitude; iii) deterioration of its current account of the Balance of Payments; iv) deterioration of its fiscal balance.
- In the case of Argentina, after a favorable first quarter, in the months of April and May the following is perceived: i) slow growth of total deposits; ii) sharp decrease in time deposits of the private sector; iii) fall in the monetary passives of the Central Bank; iv) net sales of dollars by the monetary authority in 1.8 billion dollars the two-month period (the purchases accumulated in the first five months are of 0.9 billion dollars); v) 1.6 billion reserve drop in the two-month period April-May; vi) restraint to loan growth to the private sector since the beginning of May; vii) in May, abrupt increase of the *Badlar* rate (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*).
- The four factors that influenced this evolution are mentioned forthwith: i) the conflict with the agricultural sector; ii) drop in the consumers confidence indexes; iii) perception of an acceleration in the inflation and in the distributive struggle; iv) appreciation of a lower fiscal width than the one indicated by the fiscal balance cash-base (for instance, the impairment of the fiscal situation of the provinces, the certainty of capital adjustments in the national public debt).
- Although a generalized impact of the interaction of these four factors is not perceived yet on the economic activity, this is partly due to the excess of previous demand that characterized an economy that operated under conditions of full employment. Due to this, the logic is that, in general, the effects on expenditures are perceived first and not on goods production.
- Some new general guidelines have been spread about a new consumer price index (CPI) that will differ substantially from the current, being representative of the consumption of homes placed in the lowest levels of income and not of the whole population. Even though better technology could be available, the impression remains that results will not be completely reliable if there are doubts about the quality of data on which the results are based; that is why, the basic topic will be restoration of the credibility of the economic agents in the new CPI.

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

1. EL CONTEXTO GENERAL

1.1. La evolución de la situación financiera internacional sigue abierta, considerando la preocupación porque la economía de Estados Unidos prolongue un estadio semi-recesivo (definido por una tasa de expansión de entre 0 y 1%) aun cuando se logre evitar un receso clásico con tasas de variación negativas en el PBI. El temor por la aceleración de la inflación, impulsado por el aumento en el precio internacional del petróleo, que ya ronda los 130 dólares, aparece como un temor que compite con el de la recesión y limita la capacidad de las autoridades monetarias en reducir la tasa de interés, particularmente en Europa. La novedad del mes ha sido el temor de que el impacto recesivo sobre Europa sea mayor al inicialmente esperado, en particular teniendo en cuenta el aumento de las tensiones inflacionarias.

En ese contexto, las economías latinoamericanas están mostrando en el año 2008 un leve deterioro en términos de cuatro ejes: i) desaceleración moderada del ritmo de su crecimiento económico, particularmente Colombia y Chile; ii) resultados mixtos en términos de inflación medida “entre puntas”, con aumentos en Brasil y Perú y reducción en Chile; iii) deterioro de la cuenta corriente del Balance de Pagos (solamente Chile mantendría superávit y éste sería muy inferior al del año 2007); iv) moderado deterioro en el resultado fiscal (menor superávit en Chile y Perú y mayor déficit en Colombia).

Cuadro 1.1
ECONOMÍAS LATINOAMERICANAS
Indicadores clave

	PBI		IPC		Cuenta Corriente		Resultado fiscal	
	2007	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2008
Brasil	5,4	4,4	4,5	5,3	0,3	-1,0	-2,3	-2,5
Colombia	7,5	5,0	5,7	6,0	-3,4	-3,6	-0,7	-1,6
Chile	5,1	3,5	7,8	6,5	4,4	1,0	8,0	5,0
México	3,3	2,6	3,8	4,6	-0,8	-1,5	0,0	0,0
Perú	9,0	7,7	3,9	5,5	1,4	0,0	3,0	1,0

FUENTE: elaboración propia.

1.2. En el tercer trimestre de 2007, prolongándose a octubre, el shock externo originado en la crisis de las hipotecas *subprime* en Estados Unidos provocó en algunos países emergentes un *flight to quality*. En ese contexto y en relación al caso argentino, en el segundo semestre de ese año el BCRA adquirió “sólo” 1,4 miles de millones de dólares (7,5 miles de millones en el mismo período de 2006), las reservas internacionales aumentaron apenas 3,0 millones de dólares, la salida de capitales (definida por la formación de activos externos de residentes) ascendió a 8,6 miles de millones de dólares y el crecimiento de los depósitos a plazo fijo del sector privado se estancó.

Como reflejo del entorno más complejo, los Pasivos Monetarios aumentaron en 4,7 miles de millones en el segundo semestre de 2007, mientras la Base Monetaria aumentó 12,7 miles de millones, el stock de Lebac, Nobac y pases se redujo en 8,0 miles de millones; en otros

términos, fue la caída en el stock de Lebac y Nobac la que financió, en buena medida, el aumento de la Base Monetaria ante el rol menos expansivo que cumplió el sector externo.

- 1.3.** Durante el primer trimestre del año en curso, el comportamiento de los indicadores monetarios y cambiarios pareció mejorar. **El mercado de cambios fue de nuevo excedentario y el BCRA intervino adquiriendo 2,6 miles de millones de dólares, cifra levemente menor a los 2,9 miles de millones adquiridos en igual período de 2007**, pese a que el saldo de balanza comercial había arrojado un superávit aún mayor en 2008 que en el año 2007. Las reservas internacionales crecieron en 4,3 miles de millones de dólares.

Los depósitos totales, por su parte, crecieron 6,5%, los privados totales 6,2% y los plazos fijos totales 11,3%. Este fuerte incremento se debió tres hechos: i) la recomposición de los depósitos luego de la baja estacional de diciembre/enero; ii) los inversores buscaron en los depósitos una alternativa más segura frente a la incertidumbre generada por los bonos; iii) los fondos que las AFJP repatriaron de Brasil se volcaron también en colocaciones a plazo.

La Base Monetaria creció solamente 1,4 miles de millones en el primer trimestre (1,5%) y los Pasivos Monetarios lo hicieron 11,0 miles de millones, es decir 7,2%, todo ello en un contexto de tasas de interés inusualmente bajas. En otros términos, volvió a crecer fuertemente el stock de Lebac.

- 1.4.** En ese contexto, las turbulencias internas reemplazaron a partir de abril a las turbulencias externas, en orden a inquietar a los mercados. Los indicadores de abril y mayo, al menos hasta la fecha de cierre de este informe, se resumen en el Cuadro 1.2.

Cuadro 1.2
LAS TURBULENCIAS EN LOS MERCADOS EN 2008

	Trim. I 08	Abril	Mayo
1. Δ Base Monetaria	1,4	0,1	1,0
2. Δ Circulante en público	1,5	0,5	0,9
3. Δ Encajes	0,0	-0,4	0,1
4. Δ Depósitos en pesos	12,6	2,0	0,9
5. Δ Plazo fijo en pesos	12,3	-0,1	-1,4
6. Δ Depósitos privados	8,1	1,8	-1,7
7. Δ Plazo Fijo privados	6,1	0,5	-1,5
8. Δ Lebac+Nobac+ Pases	9,5	-0,5	-3,0
9. Pasivos Monetarios	10,9	-0,4	-2,0
10. Compras de dólares BCRA	2,6	-0,4	-1,4
11. Aumento Reservas	4,3	-0,3	-1,3

NOTA: 1 a 9 en miles de millones de pesos y promedio mensual de saldos diarios; 10 y 11, miles de millones de dólares y “entre puntas”.

FUENTE: elaboración propia sobre la base de datos del BCRA.

Claramente, los datos de abril muestran un deterioro respecto de los correspondientes al primer trimestre del año, a pesar de que aparecen mitigados por las variables 1 a 9 que se presentan como promedio mensual de saldos diarios: **caída en colocaciones a plazo fijo**

totales, crecimiento muy magro en depósitos a plazo fijo privados insuficientes para la capitalización de intereses, caída de los encajes y ventas netas del BCRA en un contexto de leve disminución de las reservas.

En mayo la tendencia se agudizó, con fuertes ventas del BCRA y más intensas caídas en los depósitos, como surge del cuadro 1.2. La tensión en el mercado produjo, además, una abrupta suba en la tasa Badlar del 10% al 14% anual, que volvió así a los niveles de agosto de 2007 cuando transcurría la turbulencia externa.

1.5. Los orígenes respecto de las turbulencias internas se atribuyen a cuatro factores que interactúan. En un contexto de información incompleta, cada agente económico pondera a estos factores de manera diferente pero, tomados en conjunto, constituyen una manera de entender la turbulencia.

El primer factor es **el conflicto entre el sector agropecuario y el gobierno**, cuyas consecuencias económicas más importantes de profundizarse/prolongarse serían:

- a) El debilitamiento de la cadena de pagos, sobre todo el interior.
- b) El impacto sobre la recaudación tributaria local (vía menor actividad y caída en la percepción de ingresos brutos o equivalentes).
- c) El impacto sobre la recaudación tributaria nacional vía retenciones.
- d) Las trabas a la organización eficiente de la actividad productiva que perjudican la competitividad y productividad.
- e) El flujo de divisas (postergación de embarque).

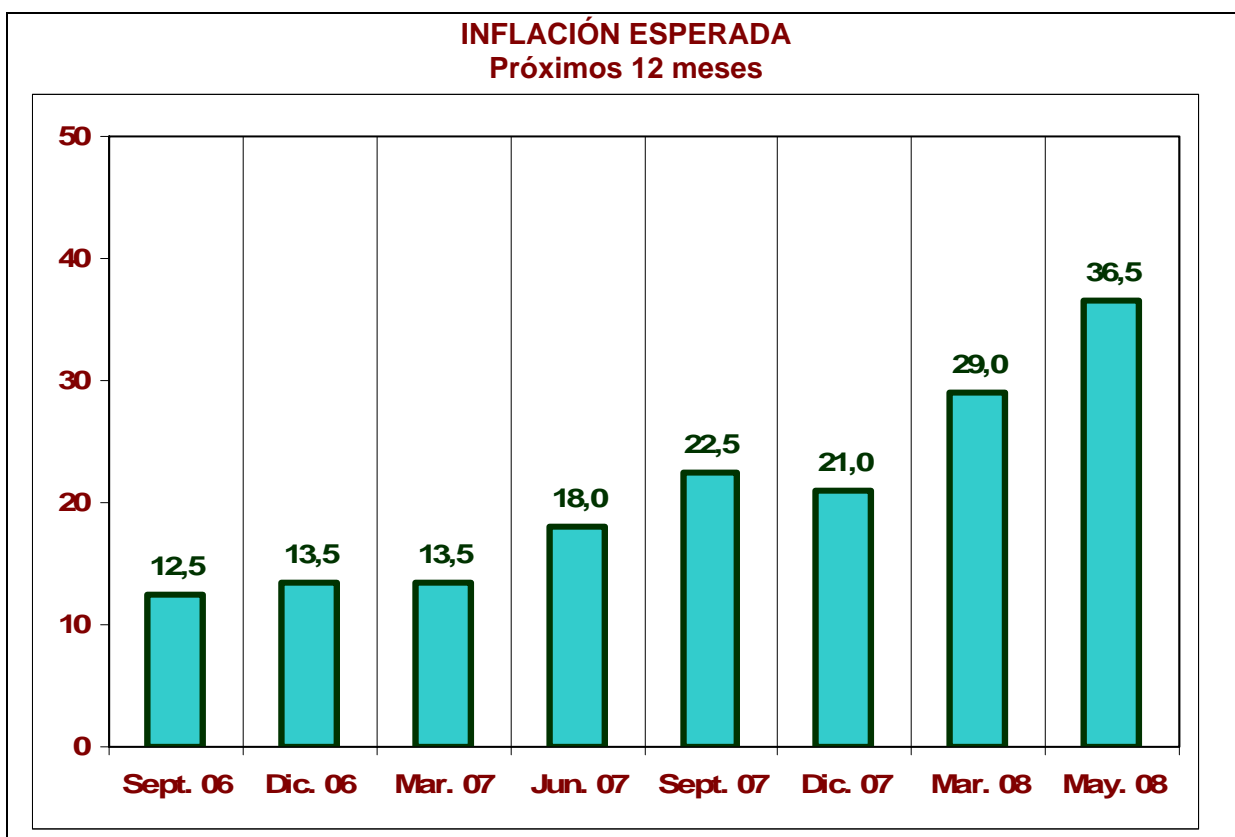
El conflicto *per se*, a la larga termina afectando tanto la demanda agregada como la oferta, aunque por diferentes razones. La incertidumbre pone un freno a la demanda de bienes de alta elasticidad ingreso; y, a la vez, reduce el crecimiento del crédito, lo que se percibió en mayo (*véase 5.*). La falta de un flujo seguro y previsible de insumos y de bienes afecta la oferta productiva.

Claramente, **el impacto de este factor es diferente en el aglomerado Gran Buenos Aires (Ciudad de Buenos Aires y partidos circundantes) que en el interior del país.** En el interior se siente tanto el impacto directo –se frena la construcción– como el indirecto: los corralones venden menos. En Buenos Aires el impacto se siente en forma diferida, cuando las empresas proveedoras de la construcción, del comercio y de la industria ubicadas en el área experimentan la caída de la demanda.

Cabe señalar que, por estar la economía operando por encima de las condiciones de pleno empleo (la demanda agregada excedía la oferta agregada y se verificaban cuellos de botella que se resolvían por el racionamiento de la “cola” o demora en la entrega), la primer etapa de

la caída de la demanda agregada implica sólo la “eliminación de la cola”; agotado este proceso se comenzará a percibir el impacto sobre la producción.

1.6. El segundo factor podría ser **la percepción de los agentes económicos de una aceleración en la tasa de inflación.** En el Informe Mensual número 219 se analizó el tema desde la perspectiva de las estadísticas de precios de las provincias que, al mes de marzo/abril, indicaban en promedio una tasa de inflación interanual de 30%; en el primer cuatrimestre del año y a ritmo anual, la inflación minorista ronda el 35% (anualizada) y las expectativas de la sociedad para dentro de un año es que la tasa de inflación siga aumentando (UTDT).



La puja distributiva subyace detrás de las expectativas inflacionarias, más allá de los índices de precios oficiales. Los acuerdos salariales se están cerrando sobre la base de incrementos que, cuando se normalizan los adicionales no remunerativos y los aguinaldos extraordinarios, oscilan entre 32% y 35% (camioneros, metalúrgicos y mecánicos son tres ejemplos tan clásicos como paradigmáticos).

Esta política no fue neutralizada por la política monetaria durante el año 2007 (salarios aumentaron 20% y Pasivos Monetarios 28%). **La pregunta que se delinea es qué ocurrirá en lo que resta de 2008, en un contexto menos expansivo del sector externo, con los incrementos salariales comprometidos.**

- 1.7.** El tercer factor que puede contribuir a explicar las turbulencias es **la percepción de que la situación fiscal considerada integralmente es menos holgada de lo que las cuentas del sector público nacional “base caja” sugieren.** En este sentido, hay por lo menos tres dimensiones que requieren consideración.

La primera es que las cifras fiscales “base caja” incluyen como ingresos corrientes los provenientes de la transferencia de fondos acumulados en el sistema jubilatorio privado a Anses (alrededor de 400 millones de pesos fluirán por este concepto en mayo) y de utilidades que el BCRA transfiere al Tesoro. Por otra parte, se registran como préstamos (a las provincias o a los fondos fiduciarios) partidas que, en rigor configuran gastos; el primero de los conceptos nombrados aportó alrededor de 7,0 miles de millones de pesos en 2007.

La segunda dimensión tiene que ver con **la no inclusión dentro del esquema “base caja” de los ajustes devengados por el capital, en el caso de las deudas instrumentadas con bonos con cláusula de ajuste por CER.** Esta diferencia es importante y explica buena parte de la brecha entre el resultado “base caja” de los últimos ejercicios (superavitario) y el aumento que viene exhibiendo el nivel de la deuda, en términos absolutos y como proporción del PBI.

La tercera dimensión es la del **estado de las finanzas provinciales.** Dos datos sirven para ilustrar el punto: el resultado consolidado de los 24 estados subnacionales pasó de un superávit de 2,0 miles de millones en 2005 a un déficit de 0,6 miles de millones en 2007 y se proyecta para 2008 que aumente a 3,1 miles de millones de pesos. Concordantemente, ya 11 provincias estaban en déficit en el año 2007, entre ellas las emblemáticas Ciudad de Buenos Aires, Provincia de Buenos Aires y Córdoba (*véase 4.*).

Por último, y vinculando varias de las cuestiones expuestas, el superávit del sector público, neto de los ingresos no líquidos, debe utilizarse en parte para apoyar a las provincias (Planes de Asistencia Financiera) por lo que no están necesariamente libres de aplicación a otros destinos.

- 1.8.** El cuarto y último factor de las turbulencias es **la caída de la confianza del consumidor,** como indicador que resume el clima económico social en general. En alguna medida, la caída de confianza se retroalimenta con los conflictos distributivos (gobierno–campo, puja salarial), la aceleración de la percepción de inflación y con ingredientes de carácter político.

La caída de confianza no es un proceso reciente, si se observa lo ocurrido entre enero y agosto de 2007. La novedad es que, luego de una efímera recuperación hasta enero de 2008 –en coincidencia con el cambio de gobierno–, la caída posterior la llevó a que en marzo y abril se llegara a un escalón menor al de agosto de 2007, que las cifras de mayo han llevado aún más abajo.

Cuadro 1.3
ÍNDICE DE CONFIANZA DEL CONSUMIDOR

2007	
Enero	61,0
Abril	52,8
Mayo	52,9
Agosto	46,6
Diciembre	51,5
2008	
Enero	55,0
Febrero	52,0
Marzo	45,5
Abril	45,6
Mayo	40,3

FUENTE: UTDT.

1.9. Daría la impresión de que la sociedad da mayor gravitación, como causa de la turbulencia, al primero de los factores, es decir al conflicto con el sector agropecuario. Sin embargo, la caída de los índices de confianza se percibía ya a principios de marzo (cuando la encuesta de la UTDT de ese mes es relevada); los otros ingredientes están presentes, aunque hoy las disimule el ruido del conflicto de las retenciones. Por lo tanto, **la agenda del día después de la eventual solución del conflicto –cuándo y cómo ésta tenga lugar– debería incluir un plan monetario y fiscal que atempere rápidamente las expectativas adversas en los otros aspectos** (aceleración de la inflación, solvencia fiscal, etc.).

Al mismo tiempo, la prolongación del conflicto tiene implicancias importantes para todo el aparato productivo, como fue mencionado en 1.5. Si bien por el momento las señales negativas se perciben en mucho menor medida –en términos de actividad– en Gran Buenos Aires que en el resto del país no patagónico, las interrelaciones del sistema económico hacen que, tarde o temprano, Buenos Aires se vea alcanzado.

En ese sentido, dos indicadores a tener en cuenta son:

- a) La desaceleración en el ritmo de crecimiento interanual del empleo, cuando se comparan los primeros trimestres de 2008/2007 por un lado y de 2007/2006 por otro (*véase 4.*) y, en particular la disminución de la elasticidad ingreso del empleo.
- b) El bajo crecimiento del EMAE cuando se compara –a ritmo anual– el crecimiento del primer trimestre de 2008 en relación a lo que se observó en los trimestres previos.

2. NIVEL DE ACTIVIDAD

2.1. El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), indicador que anticipa la variación del PBI a precios constantes de 1993, computó en el mes de marzo un crecimiento de 8,1% en comparación con igual mes de 2007, con un incremento mensual de 1,2% en la serie sin estacionalidad, como se indica en el cuadro adjunto.

Cuadro 2.1
ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (EMAE) Base 1993 = 100
Tasas de variación %

	Estacio- nalidad	EMI %
Marzo 2008/Marzo 2007	Con	8,1
Trimestre I 2008/Trimestre I 2007	Con	8,8
Marzo 2008/Febrero 2008	Sin	1,2

FUENTE: elaborado sobre la base datos de INDEC (15-5-08).

Los resultados del mes de marzo difieren de los esperados, dado que el sector industrial (EMI) había registrado un crecimiento interanual de solamente 3,0% y una baja de 1,8% respecto de febrero (sin estacionalidad), como se menciona en el siguiente punto, en tanto que el paro agropecuario debería haber afectado el PBI de dicha rama. Debe aguardarse el Informe de Avance del Nivel de Actividad correspondiente al primer trimestre, previsto para el 18-6-08, para disponer de mayores datos.

2.2. Los datos básicos disponibles sobre el sector industrial se indican en el siguiente cuadro.

Cuadro 2.2
ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL (EMI) INDEC
ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI) FIEL
Tasas de variación %

	Estacio- nalidad	EMI %	IPI %
Abril 2008/Abril 2007	Con	8,5	8,6
Marzo 2008/Marzo 2007	Con	3,0	4,0
Trimestre I 2008/Trim. I 2007	Con	6,7	8,5
Cuatrimestre I 2008/Cuatrim. I 2007	Con	7,2	8,5
Abril 2008/Marzo 2008	Sin	5,3	0,4
Marzo 2008/Febrero 2008	Sin	-1,8	0,6

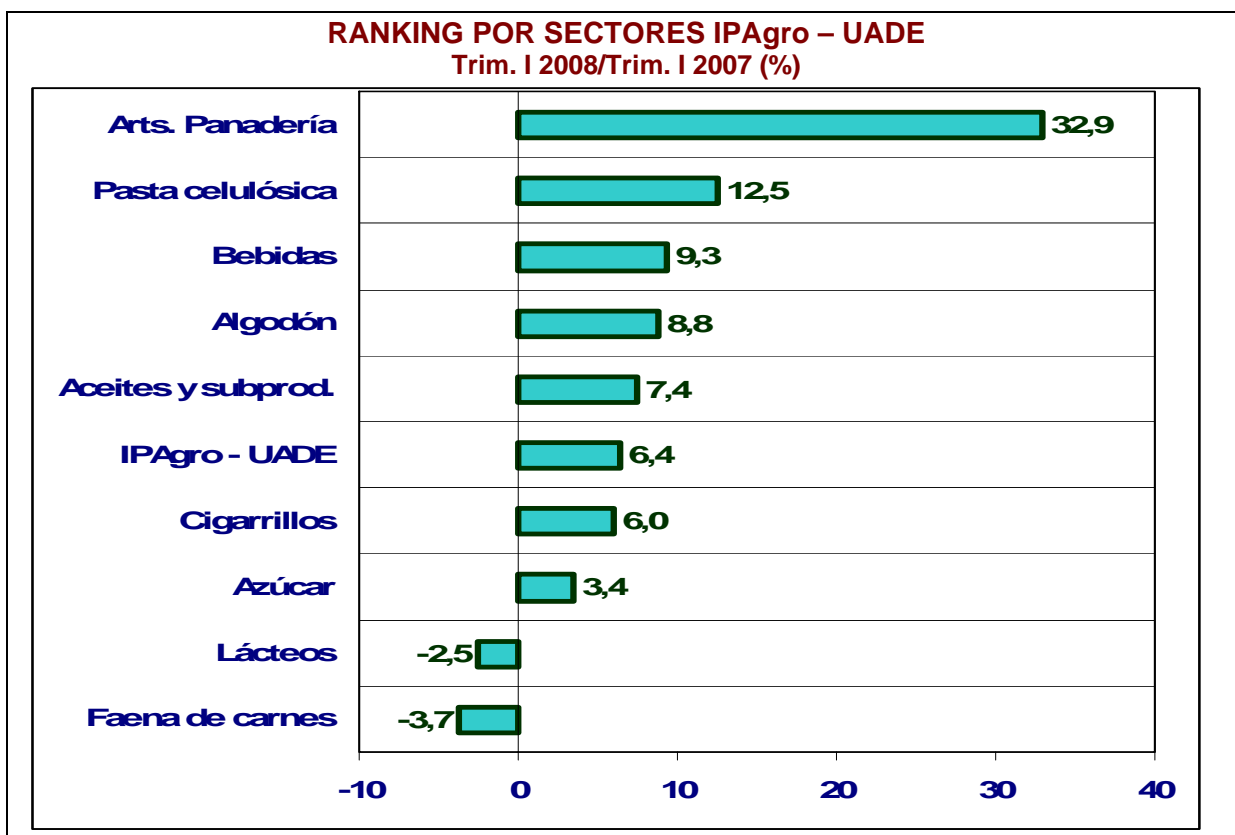
FUENTE: elaborado sobre la base datos de INDEC (23-5-08) y FIEL (21-5-08).

La información de FIEL puntualiza que la suba de abril constituye un comportamiento atípico, porque en 2007 el feriado de Semana Santa ocurrió en la primera semana de abril y este año en la tercera semana de marzo; en este sentido, el dato cuatrimestral compensa aquel efecto y el de las paradas técnicas de enero-febrero, aunque no aísla las consecuencias del paro agropecuario que incidió en la industria alimenticia.

A nivel del IPI sectorial los rubros con mayor crecimiento en el primer cuatrimestre fueron Automotores (32,5%), Metalmecánica (29,6%), Siderurgia (14,3%) y Minerales no metálicos (11,0%). Por tipo de bien, los incrementos fueron los siguientes: Bienes de Capital (85,4%), Bienes de Consumo durable (8,7%), Bienes de Uso intermedio (2,8%) y Bienes de Consumo no durable (2,2%).

De acuerdo con la información difundida por FIEL: *El fuerte aumento de la primera de las aperturas mencionadas es explicado por la incorporación de grandes consumidores de energía eléctrica de ese sector [concepto utilizado para estimar la producción en esa rama] los cuales incrementaron su consumo en un 185% (fuente Cammesa) entre los primeros cuatro meses del 2007 y 2008. Por ello, Bienes de capital explica el 61% del crecimiento del IPI durante el primer cuatrimestre (8,5%), porcentaje de explicación muy alto. En un artículo periodístico originado en esa organización se plantea que, si no se computa ese salto originado en el mayor consumo eléctrico, la tasa de crecimiento en igual período se reduce a 3,1%.*

- 2.3.** El Índice de Producción Agroindustrial (IPAgro), elaborado por UADE –que tiene alguna superposición con los dos anteriores–, arrojó un crecimiento de 6,4% al comparar el primer trimestre con igual período del año pasado, con la desagregación sectorial que se puede apreciar en el siguiente gráfico, destacándose la baja en Faena de carnes y en Lácteos.



3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

3.1. Dado el anuncio oficial en el sentido de que se va a lanzar un nuevo Índice de Precios al Consumidor (IPC–GBA), en la presente sección se analizarán los antecedentes de esta serie desde 1933, la experiencia de Estados Unidos en la materia y los lineamientos del nuevo indicador, que hasta el presente sólo fueron difundidos de manera general.

Cuadro 3.1
ANTECEDENTES DEL IPC–GBA

Año Base	Área geográfica	Características de los hogares para calcular las ponderaciones	Ponderación Alimentos %
1933	Capital Federal	Matrimonios con 3 hijos. Activo: Jefe de Hogar, obrero, ingreso entre m\$n 115–135.	(1) 52,5
1943	Cap. Fed. y suburbios inmediatos	Matrimonios con 2 hijos. Activo: Jefe de Hogar, obrero industrial no calificado.	44,3
1960	Capital Federal	Matrimonios con 2 hijos. Activo: Jefe de Hogar, obrero industrial, m\$ n 4.500–8.500.	59,2
1974	Cap. Fed. + 19 partidos	Sólo hogares con 2 a 7 miembros, ingreso total \$ Ley 18.188 250–1.500, Jefe de Hogar asalariado de la industria o el comercio.	46,3
1988	Cap. Fed. + 24 partidos	Solamente se excluyeron los hogares de altos ingresos (5% del total) y los hogares unipersonales.	40,1
1999	Cap. Fed. + 24 part.	Todos los hogares residentes en el área geográfica.	31,3

(1) Además: Vivienda 27,8%; Indumentaria y calzado, 5,3%; Transporte y comunicaciones, 3,0%; Otros gastos, 11,4%. Es decir que el 80% del ingreso se destinaba a comida y a alquiler de una habitación.

En 1933, con 125 pesos se podían comprar 1.250 boletos de tranvía (0,10); el subsidio focalizado que existía era un boleto obrero de 0,05 a las cinco de la mañana. En la actualidad, con 1.250 pesos se pueden comprar también 1.250 boletos de colectivo (1,00), pero con subsidio no focalizado.

FUENTE: INDEC, Índice de Precios al Consumidor Gran Buenos Aires, Base 1999 = 100, Metodología N° 13, agosto de 2001 (86 páginas).

Debe advertirse que en los años Base 1933–1960 los jefes de hogar eran obreros industriales y recién en 1974 se consideraron a los asalariados de la industria o del comercio. Un salto importante se dio en 1988, al computarse todos los hogares con exclusión de los de altos ingresos y los unipersonales; en 1999 se amplió este concepto a todos los hogares. Además, a partir de 1988 se redujo la ponderación de Alimentos y bebidas, lo cual se acentuó en 1999.

Dicha disminución puede atribuirse no solamente a la inclusión de otros grupos de población sino también a los cambios en la estructura de gastos, como nuevos productos y servicios, entre distintos factores.

3.2. La fuente de las ponderaciones del actual IPC–GBA Base 1999 = 100 es la Encuesta Nacional de Gasto de los Hogares (ENGH) 1996/1997, que en su momento fue analizada en el Informe Mensual número 132 de febrero de 2001.

En esta oportunidad se pondrá el énfasis en el gasto de consumo de los hogares por quintiles de ingresos, como puede verse en el cuadro adjunto.

Cuadro 3.2
ENCUESTA NACIONAL DE GASTO DE LOS HOGARES 1996/1997
Gasto de consumo - Región metropolitana del Gran Buenos Aires
Según quintiles de ingreso mensual del hogar

Quintiles de ingresos (1)	1º	2º	3º	4º	5º	Total
Miembros del hogar (número)	2,71	3,30	3,58	3,85	3,83	3,45
Perceptores de ingresos (número)	1,23	1,47	1,72	2,02	2,31	1,75
Gasto de consumo (pesos)	325	553	793	1.153	2.214	1.008
Ingreso del hogar (pesos)	301	593	892	1.349	2.877	1.203
Ponderación Alimentos y bebidas (%)	46,60	40,86	35,48	30,38	23,26	31,29

(1) Para construir los quintiles se ordena a los hogares perceptores de ingresos de menor a mayor sobre la base del ingreso per cápita del hogar y se los divide en cinco grupos de igual tamaño. El primer quintil corresponde a los ingresos más bajos.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, ENGH 1996/1997 (Junio de 1998); las ponderaciones surgen de INDEC, Variaciones de precios según la estructura de consumo por quintil de ingresos, primer semestre de 2007 (14-8-07).

Queda de manifiesto que la ponderación de Alimentos y bebidas en los primeros dos quintiles está en el orden de las correspondientes a las de 1943, 1974 y 1988. Además, a medida que aumenta el ingreso se incrementa la capacidad de ahorro, como era de esperar. En el quintil 5º el promedio de ingresos se acercaba a los 3.000 dólares.

Por otra parte, ya se realizó la ENGH 2004/2005, de la cual se difundieron resultados preliminares antes de la intervención de INDEC (Encuesta Nacional de Gastos de los Hogares 2004/2005, 26-12-06), surgiendo una similar ponderación en Alimentos y bebidas a la de 1996/1997 y cambios entre los demás capítulos, a partir de la cual debería haberse elaborado un IPC-GBA con una nueva base.

Esta encuesta se comentó ampliamente en el Informe Mensual número 204, de febrero de 2007.

- 3.3.** De lo anteriormente descrito surge que el IPC-GBA mide la evolución de los precios y servicios representativos del gasto de consumo de los habitantes del denominado “Aglomerado Gran Buenos Aires”. Quedan fuera el resto de las jurisdicciones y los precios de los bienes de uso intermedio, los destinados a la inversión bruta fija, los bienes exportados, etcétera.

Además, el IPC no es un índice de costo de vida, porque tiene ponderaciones fijas (salvo los cambios a partir de una nueva ENGH) y no tiene en cuenta el denominado “efecto sustitución” entre bienes o servicios; es decir, cuando se deja de consumir el producto que se ha encarecido y se lo reemplaza por otro que se ha abaratado relativamente.

Precisamente, en el siguiente punto se comenta el avance del *Bureau of Labor Statistics (BLS)* estadounidense en cuanto a intentar captar el efecto sustitución.

3.4. En Estados Unidos se dispone de tres índices básicos, que se presentan además con varias desagregaciones, por productos y por regiones.

a) *The Consumer Price Index for All Urban Consumers (CPI-U) is the index most often reported by the national media.*

b) *The CPI for Urban Wage Earners and Clerical Workers (CPI-W) is the index most often used for wage escalation agreements.*

c) *A new price index called the Chained Consumer Price Index (C-CPI-U) is now available. This new measure is designed to be a closer approximation to a “cost-of-living” index than the CPI-U or CPI-W.*

En el *CPI-U* y en el *CPI-W* las ponderaciones permanecen fijas por 24 meses hasta que son reemplazadas al actualizarse la estructura de gastos. En el primero, la ponderación de *Food and beverages*, es 14,914%; en el segundo, 15,926%, como se ve con poca diferencia entre ambos. El rubro más significativo es *Housing* (42,427% y 39,994%, respectivamente) y, dentro del mismo, *Owners’ equivalent rent of primary residence* (23,942% y 20,888%, siempre sobre *all items*) donde comienzan a ampliarse levemente las diferencias. Desde enero de 2008 esta estructura se basa en el período 2005–2006, claro está que previo a la crisis inmobiliaria.

Por su parte, el *C-CPI-U* utiliza estructuras de gastos en períodos adyacentes mensualmente, para reflejar el comportamiento de los consumidores ante un cambio de precios relativos. Por ejemplo, el *C-CPI-U* del mes de mayo se basa en la estructura de gastos de abril y mayo. De ahí la denominación, porque es un índice de precios mensualmente “encadenado”, eslabonado o asociado, con las ponderaciones que varían cada mes.

En este sentido, tanto el *CPI-U* como el *CPI-W* serían también índices de precios encadenados, pero bienalmente, ya que las ponderaciones se actualizan cada dos años; dentro ese período son de ponderaciones fijas y las variaciones reflejan solamente cambios en los precios.

Pero, como la estructura de gastos requerida para elaborar el *C-CPI-U* solamente está disponible con cierto *time lag*, los resultados se presentan en forma preliminar usando la última información disponible y luego se someten a dos revisiones subsiguientes. En este sentido, los valores de enero–abril de 2008 se presentan en forma *initial*, los del año 2007 como *interim* y recién los de 2006 como *final*.

El atractivo del *C-CPI-U* es que, como se aproxima a un índice de costo de vida y computa el efecto sustitución, muestra tasas de variación menores que el *CPI-U*.

Si se comparan los valores promedio de 2007 con los similares del año 2006, la tasa de variación del *CPI-U* fue 2,9% y la *C-CPI-U* solamente 2,5%. En la comparación Abril

2008/Abril 2007 las tasas fueron 3,9% y 3,5%, respectivamente, lo que de paso muestra la aceleración de la inflación.

Volviendo al INDEC, como las ponderaciones se modifican cada diez años, queda la sensación de que hay un largo camino por recorrer para hacer el *catch up* con el BLS.

- 3.5.** En cuanto al nuevo IPC–GBA, hasta la fecha de cierre de este Informe Mensual solamente se conocieron los lineamientos generales que seguidamente se indican, agregándose algunos comentarios al respecto. El análisis podrá ampliarse en la medida que se difunda la metodología.

Se tomará la estructura de consumo de los hogares correspondientes a los dos tercios con menores ingresos, excluyendo a los altos y medio–altos.

Es de suponer que se considerarán solamente los tres primeros quintiles, de modo que tendrá más peso el capítulo Alimentos y bebidas, con lo cual se está retrocediendo en la historia del IPC comentada al principio. Además, en un contexto mundial de aumento en los precios de los alimentos, el nuevo índice reflejaría más elevadas tasas de variación que en el anterior.

Cobran así actualidad algunos comentarios periodísticos de principios del año, en el sentido de que el esquema de seguimiento de precios para 2008 por parte del gobierno incluiría tres niveles: básicos, selectivos y *premium*, con subas permitidas progresivamente durante el año de 8%, 16% y sin límite, respectivamente.

En todo caso, podría pensarse que el nuevo índice debería ser complementario del existente, ya que de lo contrario quedarían fuera del análisis los dos quintiles de la población con ingresos superiores, con pérdida de información clave acerca del conjunto. Incluso, el actual IPC–GBA permite la división en quintiles y en Estados Unidos se dispone de índices para todos los consumidores urbanos y para asalariados, como se vio en el Cuadro 3.2 y en el ítem 3.4.

Se reduce el número de variedades de productos de 818 a 440.

Esto resulta consistente con la eliminación de los consumos de los sectores altos y medio–altos, aunque se ignora si también se eliminan variedades que consumen los otros grupos de población. En última instancia, esto implica mayor variabilidad en los resultados.

Ponderaciones móviles en algunos productos, como frutas, verduras o indumentaria.

El nuevo IPC continuará siendo de ponderaciones fijas, pero se introduce la movilidad en determinados rubros para reflejar el efecto sustitución, la estacionalidad, el cambio de calidad, etcétera.

Dadas las dificultades que se comentaron con las encuestas de gastos mensuales del índice encadenado de Estados Unidos, se corre el riesgo de que estas ponderaciones móviles queden al arbitrio de los funcionarios actuantes.

La información de precios recogida por los encuestadores se articulará con los organismos de responsabilidad primario en cada tema.

Aquí se presenta el riesgo de que, en lugar de los precios relevados por los encuestadores, se utilicen los provenientes de listas de precios acordadas, de mercados de concentración o de similares fuentes.

No se informarán los precios nominales de cada mes sino promedios de variaciones porcentuales.

Se perdería así un elemento de control por parte de los usuarios de los datos.

3.6. Del análisis de los distintos puntos de la presente sección surge la percepción de que el nuevo índice no resolvería los problemas que se fueron detectando en el actual.

En este orden, la incertidumbre se ha ido diseminando hacia los demás indicadores macroeconómicos, como el tipo de cambio real, los salarios reales, el Producto, los niveles de las líneas de indigencia y pobreza, entre otros, dificultando la toma de decisiones.

Puede decirse que, aunque se disponga de la mejor tecnología, como puede ser la que surge de la amplia y precisa Metodología N° 13 ya mencionada, queda la sensación de que los resultados no serán plenamente confiables si existen dudas acerca de la calidad de los datos de entrada. Por ello, el tema básico será el restablecimiento de la credibilidad de los agentes económicos en el nuevo instrumento.

4. FINANZAS PÚBLICAS

4.1. En mayo la recaudación fiscal alcanzó a 24.259 millones de pesos, lo que representó un aumento de 28,5% respecto del mismo mes del año pasado. De esta manera, en los primeros cinco meses del año la recaudación ascendió a 103.522 millones, lo que implica un aumento de 39,9%, en comparación con igual período de 2007.

Se destaca en el mes de mayo el sustancial incremento interanual de los ingresos por retenciones a las exportaciones (80%), del IVA (33%) y, en contraposición, el débil comportamiento de la recaudación del Impuesto a las Ganancias.

4.2. En el mes de abril el sector público no financiero obtuvo un superávit primario de 2,7 miles de millones de pesos (1,6 miles de millones en el 2007) y un superávit total de 1,6 miles de millones (0,6 miles de millones en el 2007). Algunos aspectos relevantes son:

a) El gasto primario aumentó 51,6% en términos anuales, retomando un fuerte ritmo de expansión luego de haber crecido “sólo” 33% en el primer trimestre.

b) Un crecimiento de 54,4% interanual en los recursos, alimentados en parte por las rentas de la propiedad que se triplicaron.

c) La duplicación en las transferencias al sector privado (subsidios) que representan ya el 17% de los gastos totales (14% en el 2007).

Estimaciones preliminares indican que en mayo el resultado sería un superávit total de 4,8 miles de millones y un superávit total de 5,3 miles de millones, en un contexto de aumento del gasto del 40%.

4.3. Las provincias vienen experimentando, a nivel consolidado, un gradual deterioro de sus cuentas.

Cuadro 4.1
SITUACIÓN FISCAL PROVINCIAL
(En miles de millones de pesos)

	2005	2006	2007	2008 proyectado
Ingresos Totales	77,9	96,9	124,0	147,4
Gasto Primario	74,0	93,8	122,1	147,7
Resultado Primario	3,9	3,1	1,9	0,3
Intereses	1,9	2,3	2,5	2,8
Resultado Total	2,0	0,8	-0,6	-3,1
Ítem memorándum				
Gasto de Capital	11,8	15,7	20,3	22,3

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

En efecto, entre el año 2005 y 2008 el resultado total habría cambiado en 5,1 miles de millones de pesos, es decir en el equivalente a 0,5 puntos porcentuales del PBI. Obsérvese que el incremento del gasto primario en 2007 fue de 30,0%, según la información disponible, inferior al observado en el Sector público nacional. La metodología obliga a presuponer que parte del gasto provincial está directamente imputado al gasto nacional.

4.4. El deterioro de las cuentas provinciales se ha extendido a las distintas jurisdicciones.

Cuadro 4.2
EL FINANCIAMIENTO DEL SECTOR PÚBLICO: LAS PROVINCIAS

En Rojo (11)	En Amarillo (6)	En Verde (7)
Ciudad de Bs. As.	Formosa	Catamarca
Prov. Bs. As.	La Pampa	Corrientes
Córdoba	La Rioja	Chubut
Chaco	Río Negro	Entre Ríos
Jujuy	Salta	San Juan
Mendoza	Santa Cruz	San Luis
Misiones		Santa Fe
Neuquén		
S. del Estero		
Tucumán		
Tierra del Fuego		

FUENTE: elaboración propia.

Las provincias “en rojo”, 11 en total, son aquellas que en el año 2007 presentaron déficit. Las provincias “en amarillo”, 6 en total, tuvieron un superávit menor al 2% de sus ingresos. Las provincias “en verde”, las 7 restantes, son aquellas con superávit superiores al 2% de sus ingresos, siempre en el año 2007. **No sorprende la presencia de Provincia de Buenos Aires y de la Ciudad de Buenos Aires en el listado de jurisdicciones “en rojo”,** con desequilibrios de 1.230 y 226 millones de pesos respectivamente; y un fuerte aumento del endeudamiento la primera. **Lo que quizás sorprenda es la inclusión de Córdoba (75 millones) y Neuquén (88 millones).** Si bien salvo en Tierra del Fuego (donde el déficit equivale al 12% de los recursos), los déficits son controlables, hay varios aspectos a considerar: i) las cifras se refieren al año 2007 en su conjunto, por lo que es plausible que el cuadro del último trimestre de 2007 haya sido peor que el promedio; ii) los déficits se producen en pleno auge, cabe imaginar lo que puede ocurrir en un receso; iii) las provincias en déficit son, claramente, más dependientes del gobierno federal; iv) **de las cuatro provincias grandes, solamente Santa Fe está “en verde”.**

4.5. El intenso debate sobre las retenciones obliga a una rápida cuantificación de su impacto recaudatorio. Dada la situación al 13 de marzo, con precios de 493 dólares la tonelada de soja, de 1.375 dólares el aceite de soja, de 343 los *pellets* de soja, de 345 la tonelada de trigo y de 218 dólares la tonelada de maíz, **el impacto de la escala hubiera sido de 700 millones de dólares de incremento por retenciones a las exportaciones de productos agrícolas; es el caso de Combustibles, significaban 350 millones más.**

5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO

- 5.1.** Como promedio mensual de saldos diarios los depósitos totales aumentaron en mayo apenas 0,5%, en buena medida atribuible al arrastre estadístico que había dejado abril, considerando que, entre puntas, cayeron alrededor de 2,0%.

Los depósitos a plazo fijo cayeron 1,4% –como promedio mensual–, mientras los depósitos vista crecían 4%, reflejando en conjunto la incertidumbre de los depositantes. El efectivo en manos del público, a su turno, creció 1,5% sobre abril.

La Base Monetaria aumentó 1%, siempre como promedio mensual mientras los Pasivos Monetarios cayeron 1,5% en razón de la salida de Lebac + Nobac + Pases.

En el frente externo, como quedó mencionado, las ventas de dólares del BCRA entre el 2/5 y el 23/5 ascendieron a 1.395 millones de dólares lo que reduce las compras realizadas desde el 1/1/08 a 970 millones de dólares (7.100 millones comprados en los primeros cinco meses del 2007).

Cabe consignar que el nivel de ventas estuvo también influido, en parte, por la determinación de la autoridad monetaria de “bajar” la cotización del dólar a niveles relativamente bajos.

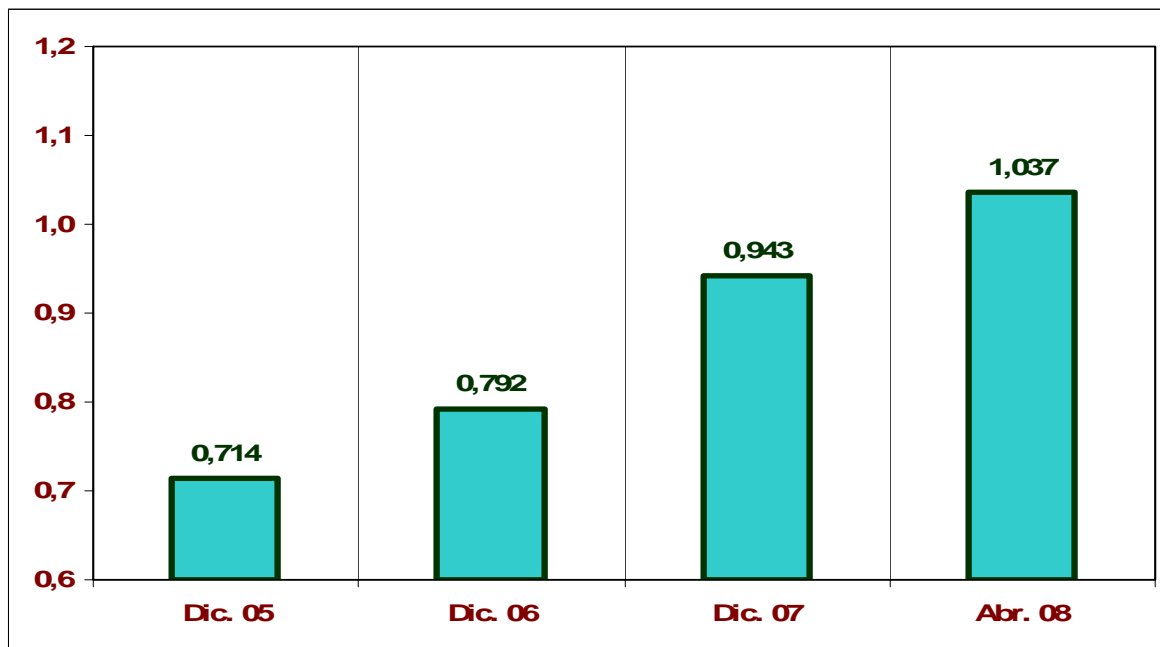
- 5.2. Síntoma de turbulencias, la tasa Badlar para bancos privados ascendió a 14,5%, valor que casi duplica el 8,5% de dos meses atrás.**

Al mismo tiempo, se observaron algunas restricciones –mayores exigencias formales– a la compra de dólares minoristas.

La suba de la tasa de interés estuvo acompañada con un freno al crecimiento de los créditos al sector privado. En el 4/5 y el 4/4 habían crecido 4,4%, es decir su velocidad crucero del 2007; en cambio entre el 23/5 y el 23/4 solo aumentaron 1,1% lo que implica un notable cambio de ritmo.

- 5.3.** La desaceleración en el crecimiento de los préstamos al sector privado contrasta con el elevado ritmo interanual exhibido hasta abril: 42%. En rigor, desde 2003 el crecimiento de los préstamos al sector privado viene excediendo al de los depósitos del sector privado. Ello se traduce en un aumento del ratio crecimiento absoluto de los préstamos al sector privado/crecimiento absorbido de los depósitos totales (crecimiento absoluto no porcentual) desde 0,71 en diciembre 2005 al 1,037 observado en abril, como puede verse en el gráfico de la página siguiente.

RATIO CRECIMIENTO ABSOLUTO DE LOS PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO/CRECIMIENTO ABSORBIDO DE LOS DEPÓSITOS TOTALES



6. SECTOR EXTERNO

6.1. El Índice de precios de exportación, indicador elaborado por INDEC, continuó superando los registros anteriores, llegando en el primer trimestre de 2008 a 164,8 (Base 1993 = 100). Por su parte, el Índice de precios de importación llegó al nivel 113,4 siendo también un máximo relativo. **Por lo tanto, el Índice de Términos del Intercambio (ITI), que surge del cociente entre los precios de exportación e importación, creció el 18,1% y llegó también a un récord de 145,3.**

El siguiente cuadro pone de relieve las variaciones interanuales de estas series en el primer trimestre.

Cuadro 6.1
ÍNDICES DE VALOR, PRECIO, CANTIDAD Y TÉRMINOS DEL INTERCAMBIO
(Base 1993 = 100 y variaciones Trim. I 2008/Trim. I 2007)

	Exportaciones			Importaciones			Términos Intercamb.
	Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad	
Trim. I 2007	339,8	125,7	270,4	218,4	102,2	213,6	123,0
Trim. I 2008	481,4	164,8	292,1	306,1	113,4	269,8	145,3
Variación %	41,7	31,1	8,0	40,2	11,0	26,3	18,1

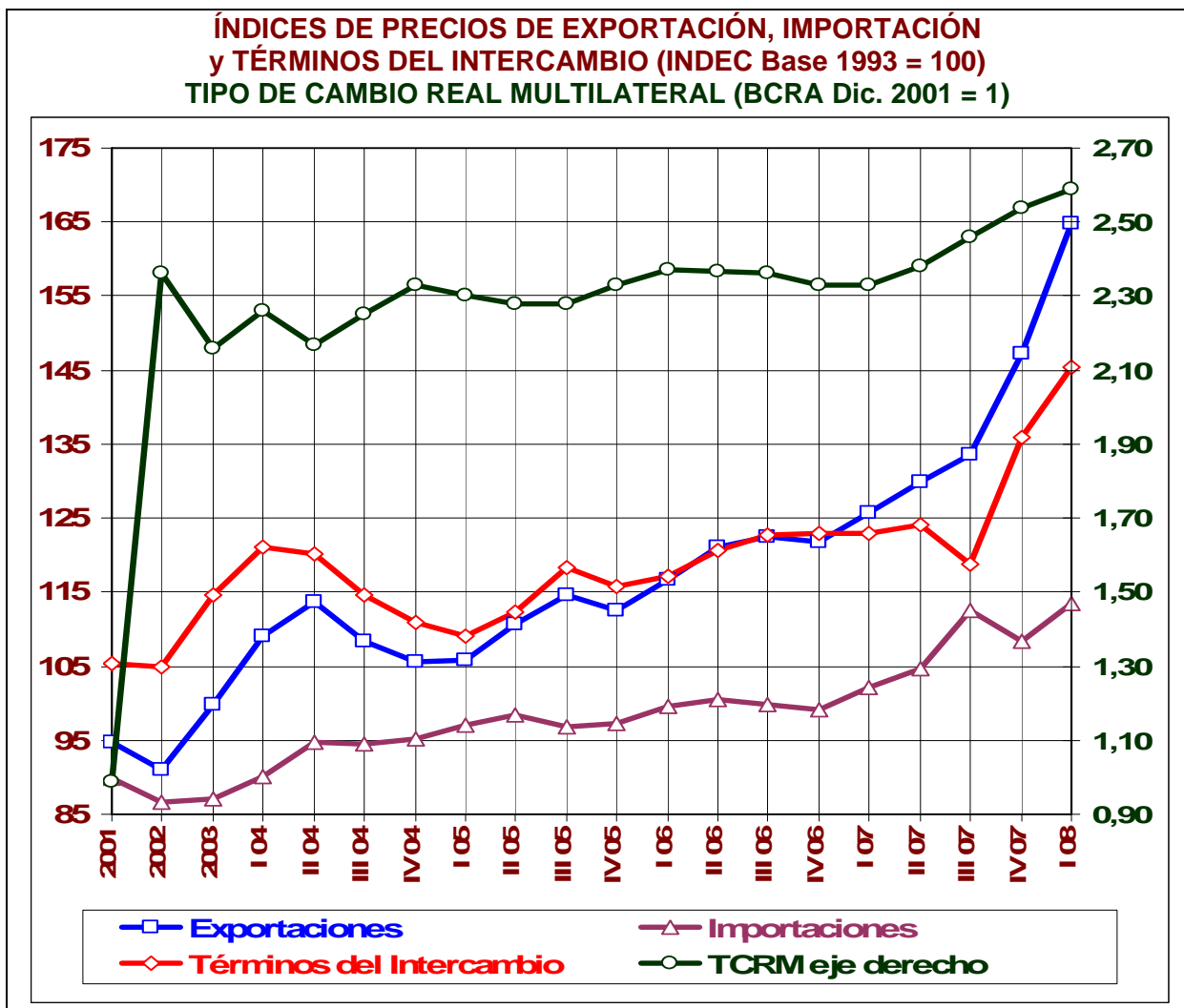
FUENTE: INDEC, Índice de precios y cantidades del comercio exterior (16-5-08).

Se destaca el aporte del aumento de los precios de las exportaciones frente a los volúmenes, como se viene planteando en sucesivos Informes Mensuales; pero, con una mirada de más largo plazo, el valor absoluto del índice de cantidades alcanzó un nivel significativo. Por el contrario, en las importaciones predominó el efecto cantidades, llegando a un valor absoluto cercano al de las exportaciones.

Si se desagregan los precios de exportación se destaca el incremento trimestre contra trimestre en Productos primarios y en MOA, con 53,1% y 46,9%, respectivamente, si bien el mayor aumento provino de Combustibles y energía, pero con menor participación.

En el otro extremo están las Manufacturas de origen industrial (MOI), con apenas un avance de 5,2%. En los precios de importación el mayor aporte provino del significativo rubro Bienes intermedios (27,3%), con Combustibles al 39,7%.

Para tener un enfoque de mediano plazo, el gráfico de la página siguiente incluye la evolución de estas series desde 2001, con una desagregación trimestral desde 2004. En primer lugar, **queda de relieve la aceleración de los precios de exportación desde el cuarto trimestre del año pasado, impulsando el salto en el ITI.**



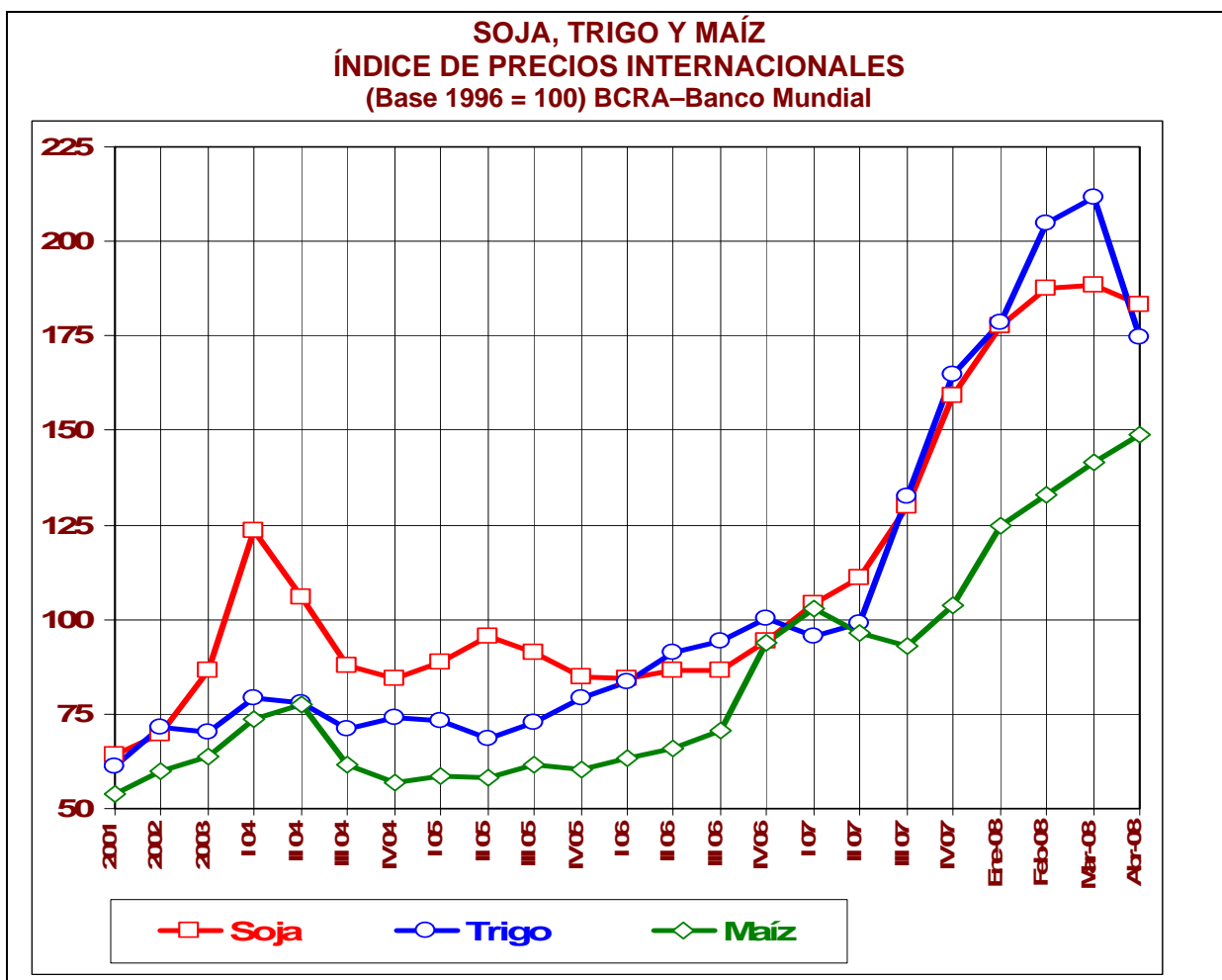
En el gráfico se incluye el Índice del tipo de cambio real multilateral (ITCRM) elaborado por el BCRA, con los movimientos del tipo de cambio del peso con relación a las monedas de los principales socios comerciales. El Nivel General del ITCRM, que fue 2,59 en el primer trimestre (Base Diciembre 2001 = 1), sigue superando los registros anteriores. Esta suba denota una depreciación del peso, básicamente ante la apreciación del real y del euro frente al dólar.

Este índice recoge los siguientes tipos de cambio reales bilaterales (ITCRB): real 3,13, euro 3,01 y dólar 1,78, lo que implica variaciones anuales de 19,7%, 13,7% y -2,8%, respectivamente.

Debe hacerse notar que, como en la elaboración de los respectivos ITCRB se utiliza como deflactor el IPC local –que constituye un divisor subestimado–, el resultado está sobreestimado y por lo tanto aparece más depreciada la moneda local en términos reales.

6.2. Desde una perspectiva de productos (soja, trigo y maíz), el siguiente gráfico muestra la evolución de los correspondientes valores desagregados del Índice de precios de las materias primas elaborado por el Banco Central, a partir de datos relevados por el Banco Mundial –son precios internacionales– disponiéndose ya de los valores de abril del corriente año.

Se destaca la fuerte pendiente ascendente para soja y trigo en el curso de 2007, pero con una curva descendente en los últimos meses. La recuperación de maíz fue más tardía, pero manteniendo la pendiente hasta abril último. Las tres series han retrocedido en el orden del 4% en mayo respecto de abril, entre puntas, de acuerdo con datos de la Secretaría de Agricultura.



- 6.3.** Las exportaciones del primer cuatrimestre totalizaron 21.580 millones de dólares y las importaciones 17.769 millones, lo que implica crecimientos anuales de 39,8% y 45,3%, respectivamente. El saldo de la Balanza Comercial llegó 3.811 millones, superando en 594 millones al de igual período de 2007.

Debe puntualizarse que las exportaciones registraron una elevada tasa de crecimiento interanual en enero (66,4%), mientras que las exportaciones se incrementaron fuertemente en abril (61,0%), luego de un marzo más flojo.

En cuanto al efecto precio y al efecto cantidad, en el mes de abril las exportaciones MOI crecieron 41% (8% y 31%, respectivamente). Pero en los otros tres rubros, Productos primarios, MOA y Combustibles, que crecieron en valor en el orden de 32%–33%, hubo fuertes aumentos en los precios (42%, 61% y 65%) parcialmente compensados con bajas en las cantidades (-7%, -18% y -20%), lo cual puede atribuirse en los dos primeros a las derivaciones de la situación agropecuaria.

En materia de importaciones, el mayor crecimiento se verificó en Bienes intermedios, el principal uso económico, con un aumento de 39% en precios y de 20% en volúmenes.

ANEXO ESTADÍSTICO

Cuadro I. ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL (EMI)

Año	Mes	Nivel (1)	Mensual % (2)	Anual % (3)
2007	Abril	122,6	0,1	6,7
	Mayo	125,0	1,0	6,9
	Junio	122,7	0,0	5,2
	Julio	122,1	-2,8	2,3
	Agosto	133,9	7,2	9,9
	Septiembre	133,5	-0,3	8,8
	Octubre	136,5	1,1	9,7
	Noviembre	136,8	1,3	10,0
	Diciembre	131,2	0,3	9,7
2008	Enero	122,1	0,1	12,5
	Febrero	118,0	-2,4	5,4
	Marzo	128,9	-1,8	3,0
	Abril	133,0	5,3	8,5

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 (ISSP)	
		Mensual % (1)	Anual % (2)	Mensual % (1)	Anual % (2)
2007	Abril	1,7	3,4	0,4	9,4
	Mayo	6,6	7,1	1,3	10,0
	Junio	1,4	5,7	2,8	12,4
	Julio	-1,8	5,1	-1,8	10,5
	Agosto	2,4	7,7	4,0	13,9
	Septiembre	-4,8	0,4	3,2	17,0
	Octubre	3,7	12,7	0,9	16,4
	Noviembre	2,3	8,8	2,5	18,0
	Diciembre	-1,5	10,4	0,8	18,0
2008	Enero	2,7	13,5	2,9	21,1
	Febrero	0,8	13,9	-2,3	20,6
	Marzo	-1,0	6,9	0,4	13,8
	Abril	6,2	22,8	0,4	17,2

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)
2007	Marzo	232,35	169,59	149,11	194,95	1,00
	Abril	236,11	172,79	150,71	197,95	1,54
	Mayo	240,46	173,23	152,34	200,70	1,39
	Junio	245,87	174,54	159,43	205,80	2,54
	Julio	250,52	176,99	165,66	210,48	2,27
	Agosto	255,29	183,30	178,36	217,93	3,54
	Septiembre	259,69	186,03	178,89	220,84	1,34
	Octubre	264,46	189,50	181,28	224,64	1,72
	Noviembre	267,72	192,60	184,46	227,85	1,43
	Diciembre	271,28	195,99	186,78	231,00	1,38
2008	Enero	273,93	200,83	186,78	233,29	0,99
	Febrero	276,28	209,40	192,89	238,01	2,02
	Marzo	279,47	215,67	193,18	240,95	1,23

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.

(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)
2007	Marzo	98,71	115,77	492,77	105,22
	Abril	98,97	121,20	521,37	109,56
	Mayo	100,08	117,25	508,11	105,11
	Junio	101,02	115,24	501,59	102,28
	Julio	103,07	121,50	524,74	106,37
	Agosto	104,81	121,18	519,80	104,89
	Septiembre	107,65	127,80	551,33	110,43
	Octubre	108,35	126,32	549,97	108,86
	Noviembre	109,28	124,11	548,37	106,40
	Diciembre	109,82	118,16	526,90	100,86
2008	Enero	110,32	122,27	550,29	104,21
	Febrero	110,89			
	Marzo	111,87			

(1) Fuente: elaboración propia sobre la base de columna Nivel general del cuadro V., ajustado por IPC (t+1).

Índice Base diciembre 2001 = 100.

(2) Índice Base 1991 = 100, ajuste por IPC (Promedio 1998 = 92,91).

(3) Salario nominal expresado en dólares. Diciembre 2001 = 639 dólares (Promedio 1998 = 659).

(4) Índice Base 1991 = 100, salarios más cargas sociales, ajustado por precios mayoristas. (Promedio 1998 = 111,9).

Cuadro V. BASE MONETARIA AMPLIA Y RESERVAS DEL BCRA

Año	Mes	Base Monetaria Amplia (\$) (a)	Reservas Líquidas (U\$S) (b)	[(a)/(b)] x 100 %
2007	Mayo	86.464	39.380	220
	Junio	86.900	42.700	208
	Julio	90.540	43.810	207
	Agosto	90.641	43.768	207
	Septiembre	91.307	42.990	214
	Octubre	90.972	42.750	213
	Noviembre	91.750	43.700	210
	Diciembre	99.040	45.690	217
2008	Enero	104.901	46.910	224
	Febrero	105.411	48.430	218
	Marzo	106.200	50.000	212
	Abril	105.540	50.325	210
	Mayo (1)	104.800	49.700	211

Fuente: elaboración propia sobre información del BCRA.

Promedio mensual de saldos diarios, en millones; incluye cuasimonedas y, desde julio, pasivos pasivos

(1) Estimación preliminar propia.

Cuadro VI. AGREGADOS MONETARIOS

Año	Mes	Base Monetaria Amplia	M1	M3
2007	Mayo	2,1	3,1	2,3
	Junio	0,5	1,5	1,9
	Julio	4,2	3,7	2,9
	Agosto	0,1	-0,5	1,3
	Septiembre	0,7	-2,5	0,8
	Octubre	-0,3	-0,2	1,3
	Noviembre	0,9	1,0	0,8
	Diciembre	7,9	3,9	3,2
2008	Enero	5,9	7,0	3,5
	Febrero	0,5	-2,9	1,6
	Marzo	0,8	-1,0	0,9
	Abril	-0,7	2,1	1,0
	Mayo (1)	-0,7	0,8	0,6

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

Años	Períodos	Tipo de cambio \$/USD actualizado (1)	Tipo de cambio multilateral real (2)
1986 –1988	Promedio	4,00	2,43
1989	Mayo	14,33	6,37
1989	Anual	6,43	3,69
1990	Anual	2,62	2,65
1991 – 2000	Promedio	1,60	1,19
2001	Anual	1,75	1,00
2002	Marzo	4,82	2,36
	Junio	5,22	2,79
	Septiembre	4,85	2,52
	Diciembre	4,18	2,48
2003	Marzo	3,77	2,29
	Junio	3,54	2,25
	Septiembre	3,72	2,33
	Diciembre	3,68	2,42
2004	Marzo	3,61	2,41
	Junio	3,69	2,39
	Septiembre	3,67	2,51
	Diciembre	3,63	2,64
2005	Marzo	3,49	2,53
	Junio	3,38	2,52
	Septiembre	3,39	2,57
	Diciembre	3,40	2,59
2006	Marzo	3,47	2,66
	Junio	3,41	2,65
	Septiembre	3,42	2,67
	Diciembre	3,33	2,62
2007	Enero	3,24	2,60
	Febrero	3,25	2,65
	Marzo	3,25	2,66
	Abril	3,23	2,70
	Mayo	3,22	2,74
	Junio	3,23	2,75
	Julio	3,27	2,84
	Agosto	3,31	2,80
	Septiembre	3,29	2,87
	Octubre	3,23	2,97
	Noviembre	3,22	3,01
	Diciembre	3,23	2,99
2008	Enero	3,19	3,02
	Febrero	3,19	3,07
	Marzo	3,20	3,14
	Abril	3,16	Provisorio 3,20
	Mayo	3,10	Provisorio 3,21

- (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 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.*