



Departamento de Investigaciones del IAEF
INFORME MENSUAL ECONÓMICO FINANCIERO N° 221
JULIO DE 2008 (Fecha de cierre: 3 de julio de 2008)

SÍNTESIS EJECUTIVA

- Luego de varios años de signo positivo, en el primer semestre del año en curso la Cuenta Capital del Balance de Pagos exhibiría un desempeño negativo, absorbiendo la mitad del superávit de la Cuenta Corriente de ese período, con efectos adversos en los planos monetario, de actividad, de la vulnerabilidad externa y de las reservas. Ello está implicando una tendencia, por parte de los agentes económicos, de incrementar la participación de activos externos en su portafolio.
- La contrapartida de esta tendencia ha sido la caída de los depósitos en pesos en mayo y el posterior estancamiento en junio, así como también el estancamiento nominal en el crédito al sector privado, en un contexto de duplicación de la tasa Badlar en junio respecto de abril. Una prolongación de este proceso afectaría la tasa de crecimiento de la economía en el segundo semestre de 2008 y en el año 2009, extendiendo las dificultades al frente fiscal y al mercado laboral.
- El conflicto suscitado alrededor del tema de las retenciones ha provocado una importante desorganización en el normal funcionamiento de la economía, ha incidido sobre el deterioro del clima financiero y ha provocado una caída del gasto privado, en un contexto de mayor incertidumbre y aumento de acciones defensivas por parte de empresas y consumidores que, a su turno, se tradujeron en postergaciones de decisiones de compra, inversiones, suspensión de horas extras, etcétera.
- El impacto microeconómico inicial ha sido más intenso en el interior que en el aglomerado urbano de Buenos Aires y más severo en los sectores agropecuario y sus proveedores industriales y de servicios, en sentido amplio, observándose dificultades en la cadena de pagos y una expectativa de menor siembra y productividad en el agro.

A su turno, ello ha afectado las exportaciones del sector con una caída interanual estimada en 10% en volumen físico en el bimestre abril-mayo. Por otra parte, ha quedado resentida la seguridad de la Argentina como fuente de abastecimiento del resto del mundo.

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
EL CONFLICTO DE LAS RETENCIONES Y LA MICROECONOMÍA DE LAS EMPRESAS	12
2. NIVEL DE ACTIVIDAD	14
3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN	19
4. FINANZAS PÚBLICAS	26
5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO	28
6. SECTOR EXTERNO	30
ANEXO ESTADÍSTICO	32

CUADROS RESUMEN

1. EL CONTEXTO GENERAL

La Cuenta Capital del Balance de Pagos ha desempeñado hasta el primer semestre del año pasado un rol importante en la generación monetaria, a veces excesivo, obligando a extremar las operaciones de esterilización. Sin embargo, desde el segundo semestre de 2007 la situación ha cambiado y el saldo de la Cuenta Capital se ha vuelto errático o negativo. El resultado del proceso de salida de capitales ha sido la contracción del crédito al sector privado en términos reales, en un contexto de suave declinación de los depósitos nominales y significativo aumento de la tasa de interés.

El canal entre el sector externo como generador de liquidez con el nivel de actividad y el crecimiento resulta evidente. En este sentido, mantener una importante tasa de crecimiento real del PBI en el segundo semestre exigirá fuertes compras de dólares y/o una desaceleración de la inflación. La sustentabilidad económica del modelo en curso depende no solamente de los superávits gemelos, cuenta corriente y fiscal, sino de que la Cuenta Capital sea como mínimo moderadamente positiva.

2. NIVEL DE ACTIVIDAD

Fuerte recuperación de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) en el primer trimestre del corriente año, impulsada por el rubro Equipo durable de producción, fundamentalmente el de origen importado.

Estaría sobrevaluándose el PBI a precios constantes en algunos sectores, en la medida en que se utilicen valores corrientes deflactados por índices de precios; por otro lado, se subvaluaría el PBI a precios corrientes en los casos en que se parta del Producto a precios constantes y se indexen los valores. De este modo, el Índice de Precios Implícitos en el Producto estaría reflejando una menor tasa, al subvaluarse el numerador y sobrevaluarse el denominador.

3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

La tasa de empleo alcanzó un máximo relativo en el segundo y tercer trimestre de 2007 (42,4%), descendiendo levemente en los dos períodos siguientes, mientras que la tasa de desocupación llegó a un mínimo relativo en el cuarto trimestre del año pasado, elevándose a 8,4% en el primer trimestre de 2008. La elasticidad Empleo/Producto vino descendiendo progresivamente desde el segundo trimestre del año pasado, acentuándose la baja desde el cuarto trimestre.

Un factor clave en el mercado laboral ha sido la evolución de los salarios nominales y las demandas del orden de 30% y superiores en las negociaciones salariales, lo cual refleja una expectativa de aceleración de la inflación. La desaceleración de la tasa de aumento del empleo resultaría consistente con el contexto de incertidumbre, menores tasas de crecimiento de la economía y descenso del tipo de cambio real del peso que disminuye los precios relativos del capital frente al factor trabajo.

4. FINANZAS PÚBLICAS

Se realiza un análisis de sensibilidad, en términos de calcular la sustentabilidad fiscal en el corto plazo en el eventual caso de una desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía. El resultado primario del segundo semestre, según este cálculo hipotético, se reduce y aparece un déficit a nivel total. A su vez, el resultado total del año 2009 oscilaría entre 0,5% y 0,0% del PBI.

De acuerdo con las hipótesis utilizadas, un crecimiento medio anual del orden del 4,5% es el piso mínimo que asegura la sustentabilidad fiscal del programa económico. Como las posibilidades de obtener financiamiento para suavizar el ciclo están hoy muy limitadas para la Argentina, es mayor la exigencia sobre el crecimiento y por ende sobre la recaudación.

5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO

Durante el mes de junio la tasa de interés consolidó el nivel que había alcanzado a fin de mayo. La tasa Badlar para bancos privados se ubicó en el entorno del 17,5% anual, el doble del nivel de abril, así y todo negativa en términos reales. El comportamiento de la tasa de interés es la contrapartida de la dinámica de los depósitos en los últimos meses.

6. SECTOR EXTERNO

En el primer trimestre del corriente año el superávit de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos fue 1.552 millones de dólares, 479 millones más que en igual período de 2007. El saldo de la Cuenta Mercancías (exportaciones menos importaciones, ambas en valores FOB) generó 1.201 millones, debido al mayor valor absoluto del incremento de las ventas externas frente a las importaciones.

En igual comparación temporal, mejoró levemente en el primer trimestre la relación Saldo Cuenta Corriente/PBI en dólares, pasando de 1,95% a 2,21%. El incremento interanual del numerador fue 44,6%, en tanto que el del denominador fue 27,7%; esta última tasa corresponde al 30,0% del crecimiento del Producto a precios corrientes, apenas morigerada por el aumento del tipo de cambio de 3,10 a 3,15 pesos por dólar.

EXECUTIVE SUMMARY

- After many years of positive signs, in the first half of the current year the Capital Account of the Balance of Payments would show a negative performance, absorbing half of the surplus of the Current Account of this period, with adverse effects in the monetary aspect, activity, external vulnerability and reserve levels. This implies a trend, by monetary agents, of increasing the participation of the external assets in its portfolio.
- The counterpart of this trend has been the downfall of peso deposits in May and its later stagnation in June. As well as the nominal stagnation in the credit to the private sector, in a context of duplication of the Badlar rate (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*) in June compared to April. An extension of this process would affect the growth rate of the economy in the second half of 2008 and in the year 2009, with difficulties on the fiscal front and in the labor market.
- The conflict originated on soybean export tax has caused many disruptions in the normal development of the economy, has influenced the deterioration of the financial environment and has sparked a fall of the private expenditure, in context of greater uncertainty and an increase of defensive actions by companies and consumers that in turn, resulted in adjourning purchase decisions, investments, cancellation of extra hours, etcetera.
- The initial microeconomic impact has been more intense in the provinces than in the Buenos Aires urban agglomerate and more severe in the agricultural and livestock sectors and its industrial and service suppliers, in a broad sense; difficulties being observed in the payment chain as well as an expectation of smaller seeding and productivity in farming.

In turn this has affected agricultural exports with a decline estimated in 10% year-on-year in physical volume in the two-month term April–May. On the other hand, Argentina's reliability as a provider of food to the rest of the world has been weakened.

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 política económica vigente en la Argentina ha descansado en los superávits gemelos, de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos y fiscal. El rol del primero ha sido fundamental para la estrategia de acumulación de reservas internacionales por parte del BCRA y, además, para generar la expansión monetaria que financió el crecimiento de la economía. En ese sentido, el superávit externo representó 8,6% y 6,4% del PBI en los años 2002 y 2003, para descender a 3,8% y 2,9% en los años 2006 y 2007.

Cabe señalar que el alza de los precios de *commodities* agrícolas permitió que se alcanzara el superávit en cuenta corriente a pesar de que, sistemáticamente, la absorción interna ha crecido en los últimos años por encima del crecimiento del PBI.

A su vez, la Cuenta Capital del Balance de Pagos desempeña un rol importante en la generación monetaria, a veces excesivo, como ocurrió en el segundo trimestre de 2007, obligando a extremar las operaciones de esterilización.

Sin embargo, desde el segundo semestre del año pasado la marea ha cambiado y el resultado de la Cuenta Capital se ha vuelto errático, o negativo, como surge del siguiente Cuadro.

Cuadro 1.1
BALANCE DE PAGOS – CUENTA CORRIENTE Y CUENTA CAPITAL
(En miles de millones de dólares)

	2007			2008	Sem. I 08/ /Sem. I 07
	Semestre I	Semestre II	Año	Semestre I	
Cuenta Corriente	3,3	3,9	7,2	3,6	0,3
Cuenta Capital	7,9	-1,0	6,9	-1,8	-9,7
Δ Reservas Internacionales	11,2	3,0	14,2	1,8	-9,4
Compra de dólares	8,3	1,4	9,7	0,0	-8,3
Cuenta de Bienes	6,3	7,0	13,3	6,6	0,3

FUENTE: elaboración propia sobre la base de datos (disponibles al 15-6-08) del Ministerio de Economía y del BCRA.

En el segundo semestre de 2007, en un fenómeno en parte atribuible a la crisis de las hipotecas *subprime*, hubo una salida neta de capitales; que, luego de un primer trimestre de 2008 favorable, reapareció en el segundo trimestre de 2008, ahora influida por las turbulencias internas. En efecto, la salida de capitales del primer semestre del año en curso absorbió la mitad del superávit de la cuenta corriente de ese período.

La última columna del Cuadro 1.1 muestra la magnitud del cambio en la Cuenta Capital: -9,7 miles de millones de dólares (de +7,9 a -1,8), equivalente en términos anuales a 6 puntos porcentuales del PBI.

- 1.2. El hecho de que parte del excedente de cuenta corriente sea neutralizado por salida de capitales, tiene efectos adversos en diferentes planos: el monetario, el de la actividad económica, el de la vulnerabilidad externa y el fiscal, lo que se desarrolla en este punto y en los subsiguientes dentro de esta sección.

Cuadro 1.2
EL COMPONENTE EXTERNO DE LA EXPANSIÓN MONETARIA
(En miles de millones)

	Diciembre			Marzo 08/ /Dic. 07	Mayo 08/ /Marzo 08	23-6-08/ /30-5-08	Junio 08/ /Dic. 07
	2005	2006	2007				
Superávit Cta. Cte. (dólares)	5,7	8,0	7,2	1,6	2,6	0,7	3,6
Compra dólares BCRA (dólares)	9,7	14,0	10,5	2,6	-2,0	-0,4	0,2
Δ Reservas BCRA (dólares)	8,5	3,9	14,2	4,3	-0,9	-0,9	2,5
Δ Pasivos Monetarios							
Pesos	17,1	31,7	32,4	9,1	-5,4	-0,7	3,1
Δ %	24,3	36,3	27,2	5,9	-4,5	-0,4	2,3
Δ Base Monetaria							
Pesos	5,2	21,0	19,6	-1,6	-0,1	4,9	3,2
Δ%	10,3	37,6	25,5	-1,6	-0,2	5,1	3,2

FUENTE: elaboración propia sobre la base de datos (disponibles al 15-6-08) del BCRA.

El Cuadro 1.2 ratifica el punto que en el año 2005 y 2007 la compra de dólares y el aumento de Reservas del BCRA fueron superiores al superávit de cuenta corriente, lo que sugiere una Cuenta Capital positiva (ingreso de capitales); es el caso de 2007 hasta mediados de año, como se mostró en 1.1. El bajo crecimiento de Reservas en 2006 se debió a que parte de las divisas adquiridas se usó para el pago al FMI; de lo contrario el valor hubiera sido alrededor de 13,0 miles de millones. Como contrapartida, altas tasas de variación tanto de la Base Monetaria cuanto de los Pasivos Monetarios.

La tendencia cambió en el segundo trimestre del año en curso. De hecho, en el tercer trimestre de 2007 se habían encendido señales de alerta (ventas netas de dólares, caída de reservas) en ese momento atribuibles a las turbulencias financieras internacionales, que se han profundizado a partir de fines de marzo. Obsérvese la significativa caída de los Pasivos Monetarios en un contexto de relativa constancia de la Base Monetaria. Esta caída fue la que permitió ajustar de manera no excesivamente traumática la caída de depósitos y la dolarización de portafolios.

En el bimestre abril–mayo la caída de los Pasivos Monetarios casi fue equivalente a las ventas de dólares del BCRA. Es decir, no solamente no ingresaron los 2,6 miles de millones de dólares del superávit de cuenta corriente del período, sino que egresaron los 2,0 miles de millones indicados. Por lo tanto, la salida de capitales del período puede estimarse en 4,6 miles de millones de dólares, alrededor de 8 puntos porcentuales del PBI si se anualiza.

- 1.3. Los depósitos, en términos generales, crecieron a un ritmo anual de 20% entre los años 2006 y 2007, con cierta preeminencia a los plazos fijos que aumentaron 23%; valores modestos si se considera el crecimiento del PBI nominal en el año 2007, por caso, que ascendió a 28,9% comparando el cuarto trimestre de ese año con el mismo período del año previo.

Los préstamos al sector privado crecieron al doble que los depósitos, como surge del Cuadro 1.3 (desde niveles muy bajos en el año 2004) y en este hecho radicó un factor que alimentó la demanda agregada.

Cuadro 1.3
PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS
(En miles de millones de pesos)

	Niveles (prom. mensual de saldos)				Variaciones %				
	2005	2006	2007	Mayo 2008	Prom. 07/04	31-12/ /31-3 (1)	31-3/ /30-4	31-5/ /30-4	23-6/ /31-5
Depósitos en pesos	120,9	148,8	177,2	192,2	20,2	2,5	2,2	-1,7	0,0
Plazo Fijo	49,1	65,9	81,2	91,1	23,9	5,6	-0,8	-0,3	-2,4
Depósitos Privados	88,0	105,7	129,5	137,9	20,4	2,0	2,1	-3,7	-1,6
Depósitos Gobierno	32,9	43,1	47,7	54,3	19,6	2,9	2,7	3,7	2,2
Préstamos al sector privado	52,5	74,2	104,6	117,8	39,4	1,7	4,9	1,3	0,0

(1) Tasa mensual media del período. Las últimas cuatro columnas se refieren a variaciones entre las fechas indicadas.

FUENTE: elaboración propia con datos del BCRA.

En el primer trimestre del año la marcha de los depósitos se mantuvo creciendo al 2,5% mensual promedio impulsada por los plazos fijos, que se beneficiaron de factores estacionales; pero en abril se comenzó a percibir una desaceleración en el total y caída en los depósitos a plazo fijo, que se amplió en mayo con una baja en los depósitos totales, trasladándose también al crédito al sector privado en términos de una fuerte desaceleración de su ritmo de crecimiento. Los números preliminares de junio indican también el impacto de las turbulencias (variación nula en depósitos y préstamos y caída con componente estacional en plazo fijo), aunque en la segunda mitad del mes con señales de haberse estabilizado.

En resumidas cuentas, el punto final del proceso de transformación de salida de capitales ha sido la contracción del crédito al sector privado –medida en términos reales– en un contexto de suave declinación de los depósitos nominales y significativo aumento de la tasa de interés: la tasa Badlar (bancos privados) se ubicaba en 17,5% anual al promediar junio, contra 8,5% de fin de marzo pasado.

1.4. Las Reservas Internacionales, por definición, tienen un menor crecimiento en un contexto de balanza de capitales negativa que aquel que pudieran tener en caso que ésta fuera neutra o positiva. De hecho, la historia de 2005 a 2007 fue la de superávits en ambas cuentas, alimentando la acumulación de reservas.

Las reservas actuales cubren, con comodidad, el 90% de las importaciones de Bienes y el 100% de los Pasivos Monetarios a un tipo de cambio de 3,27, lo que implica solidez. Sin embargo deben tenerse en cuenta al menos tres contingencias que podrían demandar uso de divisas: i) los depósitos en dólares que hoy son tomados con encaje 100% –los encajes integran las reservas– por 8,0 miles de millones de dólares; ii) los pagos de deuda pública (por capital e intereses) en moneda extranjera, que en el año 2009 representan 7,0 miles de millones de dólares; iii) los compromisos de ventas a término asumidos por el BCRA en sus

intervenciones recientes. Un tema adicional lo constituiría el eventual uso de reservas para el pago al Club de París, parcial o total.

Finalmente, está el tema del nivel deseado de dolarización en los portafolios del sector privado. Dado que el flujo de oferta de dólares está determinado por la cuenta corriente, un aumento en la proporción de dicho nivel absorberá parte de ese flujo y constituirá un desvío de las reservas del BCRA, en la proporción que aumente la tenencia de activos en moneda extranjera por parte de los residentes locales. Adviértase que, dado que el cambio en el nivel deseado de dolarización (cantidad de pesos que se transforman en dólares) opera sobre el portafolio, que es un stock, el cambio en el flujo (el movimiento de capitales necesario para satisfacer ese cambio) se ve potenciado.

- 1.5.** La estrecha relación que existe entre moneda y actividad quedó en evidencia en el primer trimestre de 2008, en términos de una desaceleración en el ritmo de crecimiento del PBI desestacionalizado respecto del observado en el cuarto de 2007 (2,5% a ritmo anual). La información respecto del segundo trimestre es demasiado incompleta para establecer una conclusión que refute lo que se espera en el plano conceptual: una nueva desaceleración concentrada en los sectores de comercialización, transporte y logística.

De todas maneras, en abril el Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) mostró un aumento interanual importante, del orden del 9% (véase 2.4.).

- 1.6.** El canal entre el sector externo como generador de liquidez con el nivel de actividad y el crecimiento se visualiza mejor a través del ejemplo que se desarrolla en el Cuadro 1.4. Los valores del Cuadro indican la cantidad de dólares (en miles de millones) que el BCRA debería comprar para generar la cantidad de moneda que permita funcionar a una economía para distintas hipótesis de crecimiento del PBI real (0%, 3% y 5%) e inflación (15%, 25% y 35%) suponiendo dos escenarios cambiarios: que el tipo de cambio se mantiene en 3,00 y que el tipo de cambio nominal se corrige en el equivalente al 50% de la tasa de inflación. El ejercicio supone que la velocidad de circulación del dinero se mantiene constante y que el stock de Lebac no se modifica.

Cuadro 1.4
COMPRAS DE DÓLARES Y FINANCIACIÓN DEL CRECIMIENTO
(En miles de millones de dólares)

Tasa de inflación	Tipo cambio 3,00 \$/dólar			Tipo cambio corregido (1)		
	PBI			PBI		
	0%	3%	5%	0%	3%	5%
15%	5,0	6,2	6,9	4,7	5,7	5,0
25%	8,3	9,6	10,4	7,4	8,5	8,3
35%	11,7	13,0	13,9	9,9	11,0	11,7

(1) Se ajusta en el 50% de la tasa de inflación.

FUENTE: elaboración propia.

Debe tenerse en cuenta que, para tasas de crecimiento del PBI de entre 3% y 5% e inflación del 25%, se requieren entre 8,5 a 10,4 miles de millones de dólares según la política cambiaria de compra de dólares, es decir, algo menos que los 11,4 miles de millones adquiridos en promedio en el período 2005–2007 (véase Cuadro 1.2). Esto es, simplemente, porque en la actualidad el punto de partida es más alto que en el año 2004; y una misma cantidad de dólares, dada la apreciación relativa del peso en el período, rinde menos en términos de financiar el aumento del PBI nominal. En otros términos, compras de dólares similares financian tasa de crecimiento mas bajas.

También resulta claro que mantener una tasa de crecimiento real importante en el segundo semestre exigirá fuertes compras de dólares y/o una desaceleración de la inflación: con 15% de inflación para crecer al 5% anual sin tocar el tipo de cambio se requieren 6,9 miles de millones por año, o sea 3,5 miles de millones de dólares en un semestre.

El ejercicio tiene conclusiones y aspectos mitigantes:

- a) Cuanto menor es la tasa de inflación más rinden los dólares comprados y cuanto mayor es la tasa de corrección del peso frente al dólar (depreciación del peso) ocurre lo mismo. Obviamente, acá hay una opción dilemática en uno u otro sentido.
- b) Un aumento de la velocidad de circulación en apariencia ayuda, en términos de que se necesita menor aumento de la cantidad de dinero para financiar un mismo incremento del PBI nominal. El *trade off* es que, si se desborda el aumento de la velocidad, el crecimiento del PBI nominal tendrá un componente exclusivo de precios (caída de la demanda de dinero).

1.7. El escenario en que se mueva la economía en relación a las alternativas planteadas en el Cuadro 1.4 es relevante para la evolución de las cuentas fiscales. Como se explica en 4.3., desde una perspectiva de largo plazo **la sustentabilidad fiscal se ve fortalecida en la medida que la economía crezca sostenidamente entre 4% y 5% anual**; si el crecimiento cayera debajo del 3% anual durante más de uno o dos años, mantener la sustentabilidad fiscal exigiría correcciones muy significativas en el nivel del gasto público, luego de la fuerte expansión registrada desde el año 2004.

En una visión de muy corto plazo, existen colchones y amortiguadores (los depósitos oficiales), en la medida que la desaceleración sea moderada, en intensidad y en extensión. Debe tenerse en cuenta que, bajo hipótesis de crecimiento del orden del 4%, el superávit total tiende a desaparecer, lo que reduce el espacio del gobierno nacional para ayudar a las provincias, cuyos fiscos también quedarían debilitados.

1.8. En los últimos tres meses, el sector privado ha quedado impactado por una conjunción de factores negativos, entre los cuales se pueden señalar al menos siete.

- a) El enfriamiento de la demanda, en particular en los bienes de alta elasticidad ingreso.
- b) Lo que podría llamarse los “costos de desorganización” provocados por las turbulencias, que implican cuestiones tan diversas como falta de insumos o imposibilidad de entregar la mercadería elaborada en destino por problemas de transporte. Ello puede haber llevado, obviamente, a incumplir contratos (con las implicancias que ello ocasiona) o asumir costos no previstos para cumplirlos.
- c) Enfrentar dificultades con la cadena de pagos (alargamiento de plazos, etcétera)
- d) Alterar planes de producción (licencias extraordinarias por falta de insumos).
- e) Sufrir modificaciones en los contratos de provisión o verse obligados a introducirlas, según la posición de fuerzas de cada uno.
- f) Enfrentar un aumento sustancial en el costo del crédito bancario y, eventualmente, no poder renovarlo y tener que cancelar total o parcialmente las líneas al vencimiento.
- g) Ofrecer un panorama nacional de incertidumbre a inversionistas y accionistas.

Este conjunto de cuestiones podría ser tolerable si el período de duración de las turbulencias fuera breve, pero se tornaría complejo en el caso de prolongarse. En un box al final de esta sección se amplía el análisis.

1.9. Del análisis realizado en los puntos 1.6. y 1.7. surge con claridad la interrelación entre compras de dólares por el BCRA y actividad económica y, según se plantea en 1.1 a 1.4, existe una estrecha asociación, para un superávit de cuenta corriente dado, entre la Cuenta Capital y el crecimiento del crédito al sector privado.

Los determinantes del sentido de los movimientos de capitales son los siguientes: i) cuestiones institucionales (existencia o no de una moneda confiable, ausencia de protección de los derechos de propiedad y del cumplimiento de los contratos, y la historia reciente de reprogramaciones compulsivas); ii) cuestiones económicas (aceleración de la inflación, puja distributiva); iii) cuestiones políticas (turbulencias con determinados sectores, etcétera)

Una gravitación excesiva de estos factores llevaría conceptualmente a un escenario en el que los ingresos de la Cuenta Corriente resultarían insuficientes para generar los fondos que lubriquen la economía. Si la Cuenta Capital juega un rol contractivo, el financiamiento del sector privado se desarrollaría en un escenario notoriamente más complejo que en el período 2004–2007, en un contexto de mayor dolarización de los portafolios.

La sustentabilidad económica del modelo en curso depende no solamente de los superávits gemelos, cuenta corriente y fiscal, sino de que la Cuenta Capital sea como mínimo moderadamente positiva (por caso, en el equivalente a 1% del PBI asociado con inversión directa extranjera) y que la deuda pública permanezca constante en términos nominales, para permitir una gradual licuación en términos del PBI.

Lo curioso es que, dada la caída en la confianza verificada en los últimos cinco meses, de febrero en adelante, una acción concertada en diversos frentes podría provocar una onda favorable. Esos temas son, entre otros, el arreglo con el Club de París; señales amistosas hacia los organismos multilaterales y, en general, hacia el mundo desarrollado; señales a los *outholders*; caso INDEC; establecer un programa de desarme gradual de la maraña de subsidios y de un cronograma de solución de los contratos pendientes; fortalecer el ancla fiscal y establecer un límite claro y bajo al crecimiento del gasto público; y no convalidar desde el punto de vista monetario la puja distributiva. Un programa que incluya estos puntos tendría un efecto positivo en la confianza y facilitaría retomar un sendero de expansión sustentable. Una forma de evaluar los escenarios futuros es monitorear esta agenda.

- 1.10.** En una visión estrictamente coyuntural, resulta complejo emitir un pronóstico, considerando que las turbulencias tienen una raíz política que, desde allí, contamina la economía.

Desde el punto de vista técnico, la demora en las ventas y, sobre todo, aquellas que debería hacer el sector agropecuario para obtener la caja necesaria para financiar las actividades de preparación de la campaña 2009, implicarían una oferta *ex ante* de divisas estimada en 3,5 miles de millones de dólares hasta fin de año, con efecto expansivo sobre la cantidad de dinero según el grado de dolarización de portafolios que los agentes económicos desean alcanzar. Y esto, a su vez, depende de las cuestiones indicadas en 1.9.

En ese sentido, la lección del segundo semestre de 2007 es clara: pese que el superávit de Cuenta Corriente fue de 4,0 miles de millones de dólares, el BCRA solamente compró 1,4 miles de millones en un contexto de indicadores de confianza del consumidor mas altos que los actuales.

Si el escenario continúa tenso y las turbulencias se repiten, las restricciones financieras podrían mantenerse en niveles importantes, con efectos sobre la actividad, el empleo y las cuentas fiscales; en ese caso será necesario monitorear las alternativas de la autoridad económica en orden a generar un cambio en el sentido planteado en 1.9, mantener un statu quo o profundizar las políticas hasta aquí implementadas.

EL CONFLICTO DE LAS RETENCIONES Y LA MICROECONOMÍA DE LAS EMPRESAS

Los efectos adversos del prolongado conflicto, desatado desde mediados de marzo alrededor de la cuestión de las retenciones, se superpusieron sobre las tendencias negativas que ya se venían incubando en la economía, en un clima de aceleración de tensiones inflacionarias, menor ingreso de capitales que en el año 2007 y declinación en los índices de confianza en el consumidor.

A casi cuatro meses de haberse iniciado el conflicto, sus efectos sobre la economía real son básicamente tres: i) **una importante desorganización de su normal funcionamiento**, en términos de problemas de abastecimiento de insumos, colocación de mercaderías, etcétera, en buena medida provocado por los bloqueos de rutas, si bien esto podría estar en un incipiente proceso de corrección, a partir de la liberalización del tránsito; ii) **una restricción financiera significativa**, de la que da cuenta el hecho de que el crédito al sector privado aumentó apenas 0,3% en términos nominales entre el 22/5 y el 22/6, lo que representa una reducción de 2,0% en términos reales como mínimo, y que tuvo como correlato problemas en la cadena de pagos, aun en sectores prestadores de servicios esenciales; iii) **una caída del gasto privado** del tipo que la literatura reconoce como la “paradoja de la frugalidad”, que se produce cuando aumenta la incertidumbre de los consumidores, impactando adversamente en el nivel de actividad.

En ese contexto, el impacto microeconómico ha resultado por el momento más intenso en el interior que en la Ciudad de Buenos Aires y los partidos del conurbano bonaerense y más severo en el sector agropecuario, en los sectores industriales y de servicios proveedores del agro (o que dependen de la producción que el mismo genera), en la construcción y su cadena de proveedores de insumos, y en los servicios en general.

El impacto tiene asimismo diversos ángulos de abordaje, según sea financiero, afecte a la producción, la distribución o la venta (interna o externa). Ello hace que se conforme un mapa multidimensional de problemas que cruza toda la economía.

En el caso de los proveedores de insumos agropecuarios, por ejemplo, se conjuga por un doble efecto. Por un lado, la demora en las ventas ha resentido la cadena de pagos. Por otro, la modificación a la baja de las expectativas de producción para la campaña 2009 podría derivar en que, los inventarios previstos y las inversiones realizadas por los proveedores para atender a un sector agrícola cuando las condiciones eran más favorables, sean excesivos frente al nuevo panorama. Todo ello en un contexto de tasas de interés notablemente más alto, estancamiento del crédito y precios de insumos en alza, afecta la rentabilidad del sector proveedor. **Esto provoca incertidumbre y deriva en acciones defensivas –reducción de costos y postergación de decisiones– que remiten al ejemplo de la “paradoja de la frugalidad” (cancelación de órdenes de compra).**

Obviamente, la incertidumbre por un lado y la pérdida de rentabilidad por el otro también afectan al productor agropecuario. **Ello deriva en una reducción de las intenciones de siembra (reforzadas por el clima en el caso del trigo) y, seguramente, de la productividad**, dado un previsible menor uso de paquetes tecnológicos. Para las zonas marginales el impacto será todavía más duro.

La combinación de agro en baja e industria proveedora y de logística también afectada, define un panorama negativo para los servicios generales en el interior (comercio, transporte, comunicaciones, hoteles, etcétera).

Una dimensión importante del efecto microeconómico es el impacto sobre las exportaciones en términos amplios. En mayo las exportaciones de productos primarios y manufacturas de origen agropecuario cayeron, respectivamente, 9% y 7% en volumen físico respecto del mismo mes del año anterior (más allá del aumento global que tuvieron por la suba de precios) y en abril habían caído 7% y 18% respectivamente, siempre en términos interanuales. **Dado que la comparación de cinco meses de la variación interanual arroja valores de 2% y -3% (Primarios y MOA), cabe concluir que el conflicto “se comió el crecimiento en volumen del primer trimestre (14% en los productos primarios y 5% en el caso de MOA).** Por ello no es de extrañar que, pese a la mejora de los precios, el saldo comercial de los primeros cinco meses solamente mejorara 312 millones de dólares respecto del período homólogo del año 2007.

La demora en las ventas de granos por parte de los productores terminó generando costos adicionales (transporte), cuellos de botella, inconvenientes por incumplimiento de contratos y un daño en términos de reputación para la exportación argentina como país proveedor, este último difícil de mensurar. Los plazos determinan que la Argentina pase a concentrar sus operaciones en el mercado disponible y ello también afecta la rentabilidad del sector y se traslada al productor.

Los sectores productores de manufacturas agropecuarias o industriales que utilizan los insumos cuyos precios son menos controlados, pero que también han sido alcanzados por la ola de suba de los precios de las materias primas, no pueden trasladarlos al precio de sus productos dado el contexto de desaceleración del consumo. En estos sectores la “paradoja de la frugalidad” también influyó con implicancias negativas, ya sea en términos de caída de volúmenes de venta o un desplazamiento de los consumidores de las primeras a las segundas marcas, todo lo cual implica una mayor necesidad de financiamiento.

En resumen, el delicado mecanismo de transmisión de la economía, que ya había experimentado problemas en sus engranajes y originándose un incipiente atraso, se vio bruscamente inmerso en una tormenta de arena, cuyos efectos finales, con características entre “dominó” (por la concatenación) y “mosaico” (al afectar a cada agente económico en forma diferente), están todavía por verse, aun en el caso de que las tensiones se moderen.

2. NIVEL DE ACTIVIDAD

2.1. En el cuadro adjunto se incluyen las tasas de variación interanual de los principales agregados del Sistema de Cuentas Nacionales (SCN), a precios constantes de 1993.

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)

	2006	I 07	II 07	III 07	IV 07	2007	I 08
Productores de Bienes	8,8	6,0	9,3	7,7	8,1	7,9	5,9
Agricultura, ganadería, etc.	1,5	2,4	16,9	9,5	4,9	10,2	0,7
Pesca	63,5	1,3	11,2	-22,3	-23,8	-6,3	-35,1
Explotación minas y canteras	3,0	-2,3	-2,8	0,3	2,6	-0,5	3,7
Industria manufacturera	8,9	6,5	7,0	7,4	9,5	7,7	6,8
Electricidad, gas y agua	5,0	4,7	6,2	7,4	4,4	5,7	4,6
Construcción	17,9	10,4	9,2	9,8	10,2	9,9	9,7
Productores de Servicios	8,1	8,5	8,2	9,0	9,2	8,7	9,0
Comercio y reparaciones	8,0	11,0	10,2	11,7	12,2	11,3	8,8
Hoteles y restaurantes	7,3	7,1	7,6	8,3	9,8	8,2	9,3
Transporte, almac. y comunic.	13,5	13,5	13,3	13,7	14,4	13,8	14,5
Intermediación financiera	22,1	10,0	19,0	19,0	18,1	18,5	18,1
Actividades inmobiliarias, etc.	4,2	4,4	3,9	5,7	4,7	4,7	5,9
Adm. pública, defensa	4,5	2,9	3,1	3,5	4,5	3,5	4,7
Enseñanza, serv. soc. y salud	4,3	5,4	4,3	4,3	4,8	4,7	4,9
Otras actividades de servicios	7,7	6,5	6,6	6,4	5,2	6,2	6,6
Menos SIFMI (1)	22,6	12,9	20,8	21,7	20,7	19,0	22,2
Valor agregado bruto (VAB)	8,2	7,6	8,5	8,4	8,7	8,3	7,8
PBI a precios mercado	8,5	8,0	8,6	8,8	9,1	8,7	8,4
PBI miles millones \$ de 1993	330,6	322,4	367,5	367,5	379,2	359,2	349,4
Importación bienes y servicios	15,4	20,6	18,9	18,9	23,3	20,5	22,2
Oferta y Demanda globales	9,2	9,3	9,7	9,9	10,6	9,9	10,0
Consumo Privado	7,8	8,9	8,7	8,9	9,3	9,0	8,2
Consumo Público	5,2	6,4	7,0	7,7	8,9	7,6	7,1
Inversión Bruta Interna Fija	18,2	13,7	12,7	13,0	15,2	13,6	20,5
Absorción Interna	9,6	9,6	9,3	9,7	10,6	9,8	10,6
Exportación bienes y servicios	7,3	9,0	8,7	8,0	10,6	9,1	6,3

(1) Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente que recaen sobre las actividades productivas no financieras.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, Dirección Nacional de Cuentas Nacionales, *Informe de avance del nivel de actividad* (18-6-08), cuadros 1, 2 y 4.2.

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

Desde el enfoque de la Oferta global, en el primer trimestre del corriente año el Valor Agregado Bruto (VAB) por los sectores Productores de Bienes creció 5,9%, en el entorno de igual período de 2007. Sectorialmente se destacó Construcción (9,7%), levemente inferior al de igual período del año pasado y debajo de las altas tasas de 2006. En este sentido, el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) creció 11,4% en el acumulado de enero a marzo respecto del primer trimestre de 2007. Industria Manufacturera, el sector con mayor peso, creció 6,8% superando levemente al igual trimestre del año anterior.

Los sectores Productores de Servicios crecieron 9,0% en el primer trimestre, más fuertemente que Bienes. El ranking lo sigue encabezando el sector Intermediación financiera (18,1%), superando el 10,0% de igual período de 2007. Como se dijo en el anteriores Informes Mensuales, en este caso puede existir una sobrevaluación en el crecimiento del PBI a precios constantes, debido a que se parte de los intereses activos menos los pasivos, ambos devengados y en valores corrientes, utilizando como deflactor *un índice combinado (50% y 50%) del índice de precios al consumidor e índice de precios mayoristas*. Como existe consenso en el sentido de que, en mayor o menor medida, ambos índices no están reflejando plenamente el proceso inflacionario, los valores deflactados serían mayores a los que deberían utilizarse. Conceptualmente, existe un incremento en la demanda transaccional de dinero que es insuficientemente captado por los índices, de manera que esos valores tendrían incorporado cierta inflación.

Desde el enfoque de la demanda, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) se incrementó fuertemente (20,5%), superando el registro del primer trimestre del año anterior. Pero cuando se desagrega ese crecimiento se halla una significativa dispersión: Construcción, 10,3% y Equipo durable de producción 34,8%. A su vez, este último se integra por equipo nacional e importado, con tasas de 16,0% y 46,4%, respectivamente. Debe tenerse en cuenta que, en igual período, las importaciones de Bienes de capital y de Piezas y accesorios para bienes de capital crecieron en cada caso 48% y 29% en cantidades. De todos modos, puede pensarse que se ha sobrestimado la inversión en Bienes de capital, considerando que las importaciones provenientes de Mercosur y de la Unión Europea se incrementaron 51% y 75%, respectivamente, y que el dólar se depreció 20% contra el real y 16% en relación con el euro, aspecto que quizá no llegó a ser capturado por los deflatores utilizados.

Por su parte, tanto el Consumo privado como el público crecieron menos que el Producto. De esta manera, la Absorción Interna, concepto que incluye Consumo e Inversión, se incrementó 10,6% en el trimestre, más que el PBI, siempre en términos interanuales. Por último, el ascenso en Exportaciones fue solamente de 6,3%, reflejando que en volúmenes habían crecido el 8%. Las Importaciones totales aumentaron 22,2%.

- 2.2.** El PBI del primer trimestre del corriente año anualizado fue estimado en 349,4 miles de millones de pesos a precios constantes de 1993, con un crecimiento anual de 8,4%, como se dijo; a precios corrientes llegó a 885,4 miles de millones, lo cual significa un incremento nominal de 30,0% respecto de igual período del año pasado.

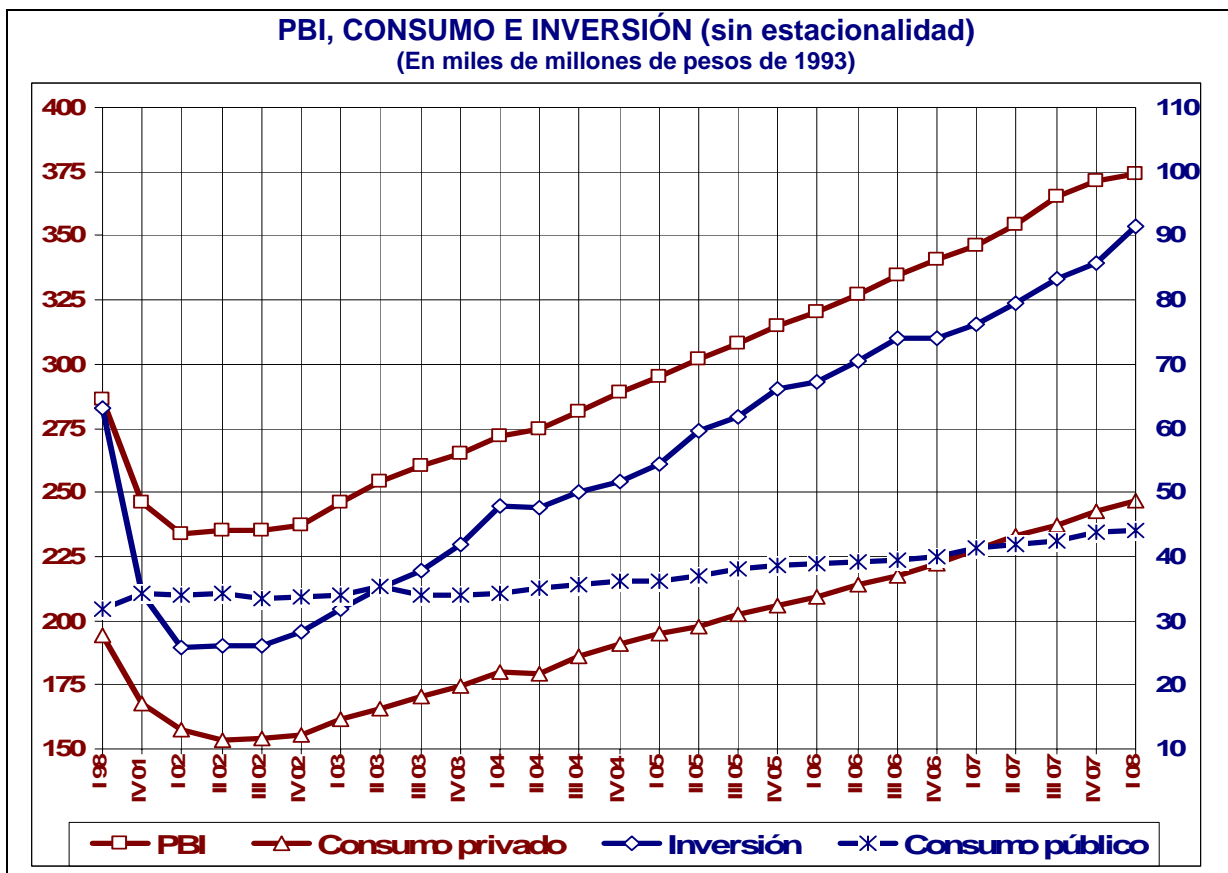
Esto implica una variación de 20,0% en el Índice de Precios Implícitos en el PBI [130,0/108,4], correspondiendo 24,5% a los sectores productores de Bienes y 17,0% a los de Servicios, a su vez con una significativa dispersión intrasectorial, encabezando el ranking Agricultura, ganadería, caza y silvicultura (57,1%).

Resulta necesario reiterar que estaría subvaluándose el Producto a precios corrientes en algunos sectores, en la medida en que se parta del PBI a precios constantes y se indexen los valores.

Según la metodología de las Cuentas Nacionales, en los sectores concentrados donde se cuenta con información de balances, las cuentas de producción a precios corrientes se arman directamente de estas fuentes; pero en los casos en los cuales no pueda usarse este procedimiento, *se ha recurrido a la indexación por los índices de precios mayorista y al consumidor publicados por el INDEC*. Como se dijo en anteriores Informes Mensuales, este sería el caso de Hoteles y restaurantes, Transporte, almacenamiento y comunicaciones, Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler. Por ejemplo, en el rubro Propiedad de vivienda, *la estimación a precios corrientes surge de indexar los valores constantes por el ítem alquileres del Índice de Precios al Consumidor*.

Por lo tanto, si el Producto se ha subestimado a precios corrientes y se ha sobrestimado a precios constantes, numerador y denominador respectivamente, esto implica un más bajo Índice de Precios Implícitos.

2.3. Con un enfoque temporal más extendido, el gráfico adjunto muestra la evolución del Producto, el consumo y la inversión en términos desestacionalizados desde el cuarto trimestre de 2001 al primero del corriente año, usando como elemento de comparación igual período de 1998.



Comparando las posiciones entre puntas, I 2008/I 1998, el Producto creció 30,7%. El Consumo privado, con una mayor ponderación, se incrementó menos (26,8%), mientras que la inversión y el Consumo público aumentaron fuertemente (44,8% y 28,9%, respectivamente).

Se advierte la desaceleración del crecimiento del PBI en el primer trimestre del corriente año, lo que se ratifica con los valores del Cuadro 2.2 adjunto.

Cuadro 2.2
PBI DESESTACIONALIZADO
Variación % respecto del trimestre inmediato anterior

2007	
Trimestre I	1,6
Trimestre II	2,4
Trimestre III	3,1
Trimestre IV	1,8
2008	
Trimestre I	0,6

FUENTE: idem Cuadro 2.1.

La desagregación de la mencionada tasa de 0,6% que surge de comparar I 2008/IV 2007 muestra variaciones extremas: por un lado, Inversión (6,6%) e Importaciones (5,2%); por otro, Consumo privado y público (1,4% y 1,1%); finalmente, Exportaciones (-2,1%).

- 2.4.** El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), indicador que anticipa la variación del PBI a precios constantes de 1993, registró en abril último un crecimiento de 9,0% en comparación con igual mes del año anterior, con un incremento mensual de 0,9% en la serie desestacionalizada, como se indica en el cuadro adjunto.

Cuadro 2.3
ESTIMADOR MENSUAL DE ACTIVIDAD ECONÓMICA (EMAE)
Base 1993 = 100
Tasas de variación %

	Estacio- nalidad	EMI %
Abril 2008/Abril 2007	Con	9,0
Cuatrimestre I 08/Cuatrim. I 2007	Con	8,5
Abril 2008/Marzo 2008	Sin	0,9

FUENTE: elaborado sobre la base datos de INDEC (25-6-08).

La referida tasa de variación interanual de abril superó en un punto porcentual la de igual período del año anterior. Al mismo tiempo, con este resultado la tasa acumulada, que en el primer trimestre había sido 8,4%, se elevó al referido 8,5% del primer cuatrimestre.

2.5. Los datos disponibles acerca del sector industrial en mayo se indican en el Cuadro 2.4. El EMI de INDEC determinó un crecimiento interanual de 6,9%, en tanto que el IPI de FIEL lo estimó en 6,6%. En el acumulado enero–mayo las tasas fueron 7,1% y 8,1%, respectivamente.

De acuerdo con FIEL, los sectores que más contribuyeron positivamente al crecimiento de los primeros cinco meses fueron los siguientes Automotores (31,3%), Metalmecánica (27,3%) y Siderurgia (14,4%). En el otro extremo, Insumos químicos y plásticos (-1,8%) y Petróleo procesado (-1,4%).

Dicha institución destaca lo siguiente: *Nuevamente se debe mencionar el impacto negativo del conflicto sostenido entre el gobierno y el sector agropecuario y transportista. Este hecho ha generado en mayo una caída interanual en el sector de alimentos del -0,5%, cuando en otros años en ese mes se observaba un crecimiento de al menos +3,0%.*

Cuadro 2.4
ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL (EMI) INDEC
ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI) FIEL
Tasas de variación %

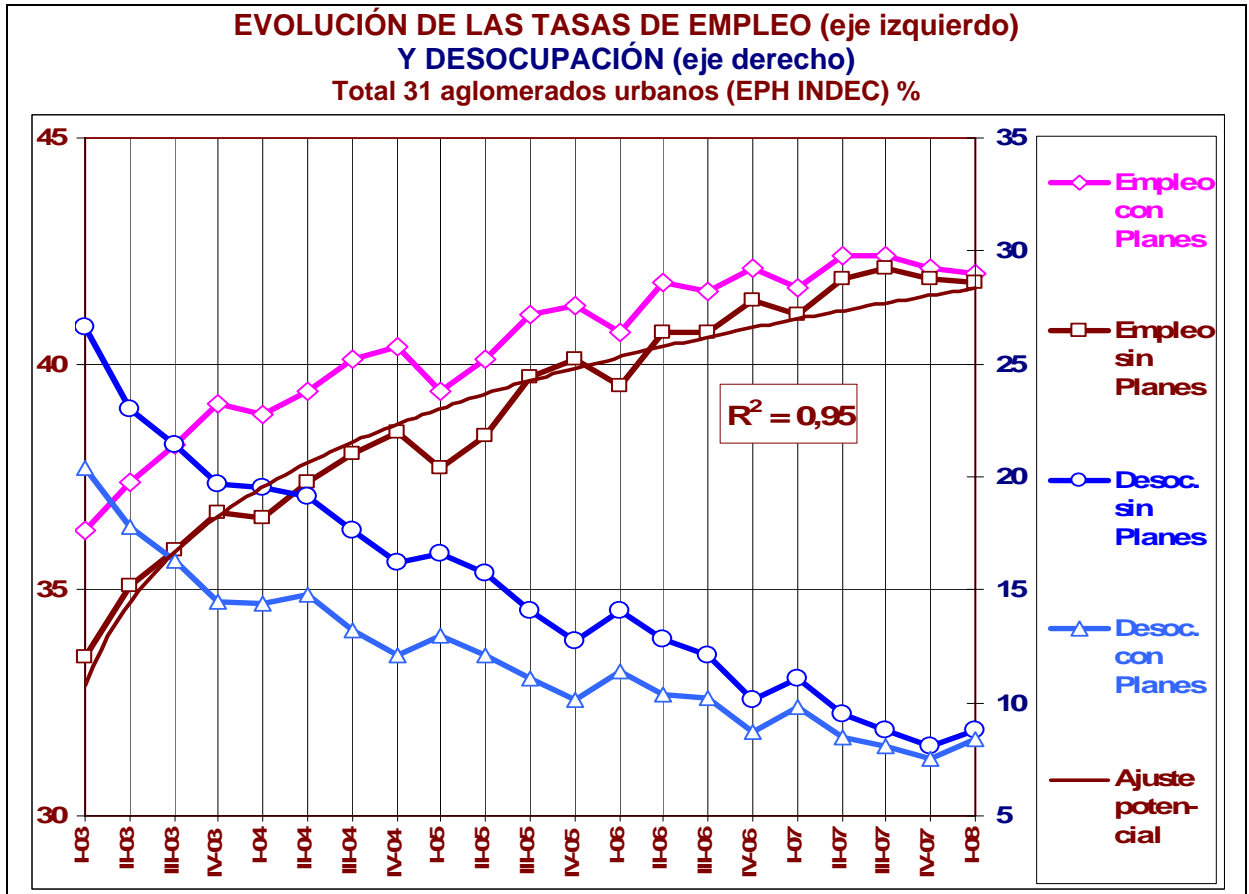
	Estacio- nalidad	EMI %	IPI %
Mayo 2008/Mayo 2007	Con	6,9	6,6
Cinco meses 2008/Cinco meses 2007	Con	7,1	8,1
Mayo 2008/Abril 2008	Sin	-0,3	0,8

FUENTE: elaborado sobre la base datos de INDEC (23-6-08) y FIEL (25-6-08).

Finalmente, el referido Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) mostró en mayo un crecimiento interanual de solamente 4,2%, con un descenso en comparación con el anterior mes de abril de 3,3%, en la serie desestacionalizada (*véase Anexo Estadístico, Cuadro II*). En enero–mayo se ha acumulado un incremento de 12,1% respecto de igual período del año pasado.

3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

3.1. El gráfico adjunto muestra la evolución de las tasas de empleo y desocupación que surgen de la Encuesta Permanente de Hogares desde el primer trimestre de 2003, cuando INDEC comenzó a elaborar la denominada “EPH continua”.



La tasa de empleo se calcula como porcentaje entre la población ocupada y la población total urbana; la tasa de desocupación es estimada como el cociente entre la población desocupada y la población económicamente activa.

Puede apreciarse que la tasa de empleo, que incluye planes sociales con contraprestación laboral, alcanzó un máximo relativo en el segundo y tercer trimestre de 2007 (42,4%), con un leve descenso en los dos trimestres siguientes. A su vez, la tasa de empleo sin planes tocó el máximo en el tercer trimestre del año pasado (42,1%), tendiéndose al cierre de la brecha entre ambas series. La tasa de desocupación vino descendiendo fuertemente, llegando a un mínimo relativo en el cuarto trimestre de 2007 (7,5%) y elevándose a 8,4% en el primero del corriente año, también en un proceso de cierre de la brecha con la tasa de desocupación sin planes, en este caso reflejando en parte un efecto estacional. (Véase el Cuadro 3.3).

3.2. El siguiente cuadro muestra el comportamiento de la tasa de actividad, de empleo y su consecuencia la tasa de desocupación, en valores numéricos desde el cuarto trimestre de 2005.

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. p. p. (3)	Desocupación (3)
IV 2005	45,9	41,3		10,1
I 2006	46,0	40,7		11,4
II 2006	46,7	41,8		10,4
III 2006	46,3	41,6		10,2
IV 2006	46,1	42,1	0,8	8,7
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
IV 2007	45,6	42,1	0,0	7,5
I 2008	45,9	42,0	0,3	8,4
I 08 menos IV 07	0,3	-0,1		0,9
I 08 menos I 07	-0,4	0,3		-1,4

NOTA de INDEC:

Durante el tercer trimestre de 2007, los Aglomerados Mar del Plata–Batán, Bahía Blanca–Cerri y Gran La Plata no fueron relevados por causas de orden administrativo, mientras que los casos correspondientes al Aglomerado Gran Buenos Aires no fueron relevados por paro del personal de la EPH. Con el objetivo de continuar la serie histórica, se realizó un procedimiento de recálculo de las tasas que se presentan para el Total de 31 Aglomerados Urbanos. Por este procedimiento, a los datos relevados durante el segundo trimestre de 2007 en los aglomerados Gran Buenos Aires, Gran La Plata, Mar del Plata–Batán y Bahía Blanca–Cerri se aplicó la variación observada en el resto de los aglomerados entre el 2º y el 3º trimestre de 2007, considerando que ambos grupos presentan en toda la serie una evolución similar.

(1) Población económicamente activa (PEA, población ocupada más población desocupada que está buscando trabajo activamente)/Población total urbana.

(2) Población ocupada (incluye planes sociales con contraprestación laboral)/Población total urbana.

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

(4) Población desocupada (población desocupada que busca trabajo activamente)/PEA. La tasa de desocupación de 8,4% tiene un intervalo de confianza de 7,9%–8,9%.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, *Avance de las tasas generales del mercado de trabajo* (22-5-08).

La tasa de actividad, calculada como porcentaje entre la población económicamente activa arriba definida y la población total urbana –indicadora de la oferta laboral por parte de los trabajadores–, se mantuvo relativamente estable en el período considerado, en un promedio de 46,1%, pero con los registros del cuarto trimestre y del primero de 2007 debajo de la media.

A corto plazo la tasa de actividad recibe diversos impulsos. En el auge, se incrementa el costo de oportunidad de no trabajar y aumenta dicha tasa. En un *slow down* hay factores contrapuestos: se reducen las posibilidades de conseguir empleo y aparece el “efecto desaliento” con el consiguiente retiro de la búsqueda; pero, en el caso del jefe de familia desempleado, varios miembros de la misma pueden incorporarse al mercado, incrementando la tasa.

A largo plazo, la tendencia de la tasa de actividad es alcista, debido a la creciente incorporación de la mujer al mercado laboral como proyecto de vida, siguiendo el ejemplo de los países desarrollados.

La ya comentada tasa de empleo –representativa de la demanda laboral por parte de las empresas– denotó una declinación captada por la diferencia en puntos porcentuales respecto de igual período del año anterior, de modo de evitar la estacionalidad, desde un pico de 1,0 puntos porcentuales en el primer trimestre de 2007 (41,7% menos 40,7%). En el cuarto trimestre de 2007 llegó a un mínimo (0,0 p.p.) al mantenerse en el mismo nivel que en similar período de 2006, para incrementarse levemente en el siguiente trimestre (0,3 p.p.).

Por su parte, la tasa de desocupación es la resultante de la oferta y la demanda laborales antes definidas.

En la última línea del Cuadro 3.1 se advierte que la leve mejora interanual de 0,3 p.p. de la tasa de empleo en el pasado primer trimestre fue “ayudada” por la baja en la tasa de actividad de 0,4 p.p., de modo que la tasa de desocupación descendió 1,4 p.p. En cambio, según la anteúltima fila, si se hace la comparación con el cuarto trimestre de 2007 la baja de 0,1 p.p. en la tasa de empleo y la suba de 0,3 p.p. en la tasa de actividad se potenciaron para incrementar la tasa de desocupación en 0,9 p.p.

3.3. El cuadro adjunto muestra la evolución de las variables mencionadas en el cuadro anterior, pero específicamente para los partidos del conurbano bonaerense.

Cuadro 3.2
PRINCIPALES INDICADORES DEL MERCADO DE TRABAJO
Partidos del Gran Buenos Aires
(En tasas % y diferencia en puntos porcentuales)

	Actividad	Empleo	Empleo Dif. p. p. (1)	Desocupación
IV 2005	46,4	40,8		12,1
I 2006	47,4	40,9		13,6
II 2006	47,6	41,8		12,1
III 2006	46,6	41,0		12,1
IV 2006	46,8	41,7	0,9	10,9
I 2007	47,1	41,5	0,6	11,9
II 2007	46,8	42,2	0,4	9,8
(2) III 2007				
IV 2007	45,2	41,5	-0,2	8,3
I 2008	46,0	41,5	0,0	9,9
I 08 menos IV 07	0,3	0,0		1,6
I 08 menos I 07	-1,1	0,0		-2,0

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

(2) Sin datos (véase la Nota del Cuadro 3.1).

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Ministerio de Economía, Cuadro A3.1 (b).

La tasa de actividad tuvo un promedio de 46,7%, levemente superior a la de los 31 aglomerados, en tanto que con el descenso de los dos últimos períodos relevados se acercó al promedio general. La variación interanual de la tasa de empleo fue inferior a la del Cuadro 3.1 y la tasa de desocupación fue superior en todos los períodos.

Surge de la última línea que la variación nula de la tasa de empleo a nivel interanual en el primer trimestre recibió un sustancial impulso por la baja en la tasa de actividad (1,1 p.p.), de modo que la tasa de desocupación descendió 2,0 p.p. Pero, de acuerdo con la anteúltima fila, comparando con el cuarto trimestre de 2007, la inmovilidad en la tasa de empleo y la suba de 0,3 p.p. en la tasa de actividad, incrementaron la tasa de desocupación en 1,6 p.p.

En el primer trimestre la tasa desocupación en estos partidos fue así 9,9%, superando el valor de 8,4% en los 31 aglomerados. Esto implica que se registraron más bajos valores en otras agrupaciones, como en los aglomerados del interior del país (7,7%) y en la Ciudad de Buenos Aires (6,6%).

- 3.4.** Las tasas anteriores incluyen como ocupadas a aquellas personas cuya actividad principal es un Plan jefas y jefes de hogar (PJH) con contraprestación laboral. Si se recalculan las tasas básicas para excluir los planes sociales, como se indica en la llamada (2) al pie del Cuadro 3.2, se tienen los siguientes resultados.

Cuadro 3.3
IMPACTO DEL PLAN JEFAS Y JEFES DE HOGAR SOBRE LAS TASAS BÁSICAS
Total 31 aglomerados urbanos EPH
(En tasas % y puntos porcentuales)

	Tasa de actividad Con/Sin Planes (1)	Tasa de empleo			Tasa de desocupación	
		Con Planes	Sin Planes (2)	(Sin) – (Con) p.p.	Con Planes	Sin Planes
IV 2005	45,9	41,3	40,1	-1,2	10,1	12,7
I 2006	46,0	40,7	39,5	-1,2	11,4	14,1
II 2006	46,7	41,8	40,7	-1,1	10,4	12,8
III 2006	46,3	41,6	40,7	-0,9	10,2	12,1
IV 2006	46,1	42,1	41,4	-0,7	8,7	10,1
I 2007	46,3	41,7	41,1	-0,6	9,8	11,1
II 2007	46,3	42,4	41,9	-0,5	8,5	9,5
III 2007	46,2	42,4	42,1	-0,3	8,1	8,8
IV 2007	45,6	42,1	41,9	-0,2	7,5	8,1
I 2008	45,9	42,0	41,8	-0,2	8,4	8,8

(1) La tasa de actividad es la misma en ambos casos por lo indicado en (2).

(2) Recálculo de tasas básicas considerando como desocupados a todos los ocupados cuya ocupación principal proviene de un PJH u otros similares, es decir, con contraprestación laboral (recálculo denominado B por INDEC). Esto implica asumir que, en caso de no tener un Plan, la totalidad de estas personas serían desocupadas y, por lo tanto, no alteran la Población económicamente activa (ocupados más desocupados).

FUENTE: Ídem Cuadro 3.1.

Del cuadro surge que continúa reduciéndose la diferencia en puntos porcentuales entre la tasa de empleo sin planes y con planes.

Esto se debe fundamentalmente a la reducción de los mencionados planes, que en parte son absorbidos por el *Plan Familias para la Inclusión Social* del Ministerio de Desarrollo Social. Debe recordarse que hacia el año 2003 los planes sociales alcanzaban prácticamente a dos millones de personas, en tanto que en la actualidad se estiman en 670 mil (no todos con contraprestación laboral efectiva de acuerdo con los relevamientos de la EPH), pero con 568 mil hogares en el caso del Plan Familias, solamente con obligaciones del tipo educacional y sanitaria.

- 3.5. En el Cuadro 3.3 adjunto se desarrolla el cálculo de la elasticidad de arco Empleo/Producto, que muestra el aumento del empleo ante la variación de un punto porcentual en el PBI.

Cuadro 3.4
POBLACIÓN DE REFERENCIA DEL ÁREA CUBIERTA POR LA EPH
Y ELASTICIDAD EMPLEO/PRODUCTO
(En miles de personas y %)

	Ocupados (miles)	Ocupados (1) Var. interanual %	PBI (2) Var. interanual %	Elasticidad (1)/(2) lag dos trim.	Promedio anual
I 2003	8.289				
II 2003	8.406				
III 2003	8.777		10,2		
IV 2003	9.000		11,7		
I 2004	8.976	8,3	11,3	0,82	
II 2004	9.121	8,5	7,1	0,73	
III 2004	9.297	5,9	8,7	0,52	
IV 2004	9.379	4,2	9,3	0,59	0,66
I 2005	9.150	1,9	8,0	0,22	
II 2005	9.349	2,5	10,4	0,27	
III 2005	9.610	3,4	9,2	0,42	
IV 2005	9.676	3,1	9,0	0,30	0,30
I 2006	9.568	4,6	8,8	0,50	
II 2006	9.852	5,4	7,7	0,60	
III 2006	9.973	3,8	8,7	0,43	
IV 2006	10.103	4,4	8,6	0,57	0,52
I 2007	10.053	5,1	8,0	0,59	
II 2007	10.249	4,0	8,6	0,47	
III 2007	10.294	3,2	8,8	0,40	
IV 2007	10.222	1,2	9,1	0,14	0,40
I 2008	10.224	1,7	8,4	0,19	

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de Ministerio de Economía (Cuadro A3.2), INDEC (22-5-08 y anteriores) e *Informes de avance del nivel de actividad* (18-6-08).

Se asume que el incremento en la ocupación de un trimestre depende del crecimiento del PBI de dos períodos anteriores; es decir, la variación en la cantidad de ocupados del primer trimestre de 2008 se divide por el crecimiento del Producto del tercer trimestre de 2007, calculándose de ese modo las correspondientes elasticidades.

Debe tenerse en cuenta que, ante menores valores de elasticidad, se requieren más elevadas tasas de crecimiento del PBI para obtener similares aumentos en el empleo. Pero, de todos modos, esto implica una mayor productividad del factor trabajo.

La elasticidad promedio de 2004 (0,66) muestra una alta elasticidad, lo cual es consistente con la recuperación post recesión, con capacidad instalada ociosa en el sector industrial. En 2005 (0,30) se produjo un llamativo descenso en la elasticidad debido al bajo crecimiento en la cantidad de ocupados, lo que podría atribuirse a un porcentaje de utilización de la capacidad instalada que ha ido incrementándose, al proceso de incrementos salariales reales –que encarece el factor trabajo en términos relativos frente al capital– y a la mayor conflictividad laboral.

Durante el año 2006 la elasticidad comenzó a recuperarse (0,52). Por un lado, la cantidad de ocupados comenzó a incrementarse a tasas más elevadas, lo cual podría deberse a una mayor participación de sectores mano de obra intensivos, pequeñas y medianas empresas y en general el sector servicios. Por otro, la tasa de crecimiento del PBI fue reduciéndose levemente en relación a años anteriores.

En 2007 el promedio fue menor (0,40), pero en un proceso de reducción progresiva a medida que avanzaba el año, llegando al muy bajo valor de 0,14 en el cuarto trimestre, continuando con 0,19 en el primer trimestre, en lo cual a primera vista podría estar incidiendo la desaceleración en el sector construcciones.

Si se considerara plausible que el crecimiento del Producto estuviera sobrestimado, la elasticidad sería más alta. Por ejemplo y en forma hipotética, si el incremento del PBI en el segundo y tercer trimestre fuera un punto porcentual menos, los valores de la elasticidad serían 0,16 y 0,22, respectivamente.

3.6. Un factor clave en el mercado laboral ha sido la evolución de los salarios nominales.

Del Índice de Salarios elaborado por INDEC surgen los siguientes aumentos para abril 2008/abril 2007: sector privado registrado, 22,2%; privado no registrado, 28,8%; sector público, 28,7%. Si bien el sector privado registrado aparece con un menor crecimiento interanual, registra el más alto nivel (288,52) respecto de la Base cuarto trimestre de 2001 = 100.

A su vez, del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, a marzo de 2008 surgen las siguientes tasas de variación interanuales (remuneración bruta con SAC devengado): Total Sistema, 25,8%; Sectores productores de bienes, 24,4%; Sectores productores de servicios, incluyendo Administración pública, 26,7%. Estos conceptos excluyen pagos no remunerativos, los cuales se habrían incrementado con más fuerza desde 2007; análisis privados consideran como hipótesis que este tipo de pagos representan 8% de la remuneración.

Además, en las negociaciones salariales existen demandas del orden de 30% y superiores, lo cual refleja una expectativa de aceleración de la inflación.

En este sentido, la Encuesta de Expectativas de Inflación del Centro de Investigación en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella, correspondiente a junio, indica que la inflación prevista por el público para los próximos doce meses es de 34,7% en promedio y de 30,0% según la mediana. Este último valor ha venido creciendo a saltos, con la siguiente secuencia: abril 2007–julio 2007 (cuatro meses), 15%; agosto 2007–febrero 2008 (siete meses), 20%; marzo 2008–abril 2008 (dos meses), 25%; mayo 2008–junio 2008, 30%.

Por otra parte, el Índice de Confianza del Consumidor de la mencionada institución refleja una caída en el curso del año, desde 55,04 en enero de 2008 hasta 39,6 en junio, habiéndose registrado un pico de 61,0 en enero de 2007. El valor de junio es el más bajo de los últimos cinco años, debiendo destacarse que el anterior mínimo relativo fue de 28,4 en septiembre de 2002.

Por lo tanto, la desaceleración de la tasa de aumento del empleo resultaría consistente con este contexto de incertidumbre, con expectativas de aceleración de la inflación, menores tasas de crecimiento de la economía y descenso del tipo de cambio real del peso que disminuye los precios relativos del capital frente al trabajo.

- 3.7.** Algunas variables ocupacionales forman parte del denominado Índice Líder, que anticipa la dirección futura de la economía. Este índice fue desarrollado para nuestro país por el profesor Juan Mario Jorrat, de la Universidad de Tucumán, con una metodología similar a la utilizada en Estados Unidos por el *National Bureau of Economic Research (NBER)* y otras organizaciones.

Dicho índice se elabora a partir de datos provenientes de *la Bolsa de Comercio, oferta monetaria, número de empresas en cesación de pagos, situación del sector servicios, productividad del trabajo en la industria, relación precios de venta a costo de trabajo en la industria, y horas promedio trabajadas por obrero industrial*. El Índice Líder presenta sus puntos de giro: picos (máximos relativos) y valles (mínimos relativos) antes que el nivel general de actividad económica (Índice Coincidente). El Índice Líder anticipa los puntos de giro del índice coincidente en cinco meses, en promedio. (Juan Mario Jorrat y Ana María Cerro, UNT). (El original no incluía el subrayado anterior)

Queda así destacada la importancia del seguimiento de las variables ocupacionales en el análisis de la coyuntura.

4. FINANZAS PÚBLICAS

4.1. La recaudación tributaria en junio ascendió a 23.621 millones de pesos, lo que representó un aumento de 31,0% respecto del mes homólogo del año 2007. En los primeros seis meses la recaudación alcanzó a 127.143 millones lo que representa un incremento del 38,2% interanual.

La información indica una moderada desaceleración en el crecimiento de los ingresos respecto de los meses previos y de lo que estaba previsto en los cálculos preliminares del gobierno. La desaceleración se percibió en particular en el IVA, en impuestos Internos, en Débitos, etcétera, entre otros impuestos vinculados con la actividad económica. Los derechos a las exportaciones aumentaron 50,6%, con una combinación de efectos: el incremento de los precios y las dificultades en los embarques.

4.2. En el mes de mayo el resultado primario del sector público no financiero fue superavitario en 6,0 miles de millones de pesos, con un resultado total de 5,7 miles de millones, luego del pago de intereses. **El gasto primario aumentó 31,9%** con incrementos de 26,1% en el gasto en consumo (que incluye el gasto en personal), 27,6% en el gasto en seguridad social, 78% en las transferencias al sector privado y 22% del gasto en capital. Las transferencias por coparticipación aumentaron 25,8% (en todos los casos en términos interanuales).

4.3. Sobre la base de las cifras consideradas en los puntos 4.1. y 4.2. es factible realizar un análisis de sensibilidad, en términos de calcular la sustentabilidad fiscal en el corto plazo en el eventual caso de una desaceleración del ritmo de crecimiento de la economía. Los resultados se presentan en el siguiente Cuadro.

Cuadro 4.1
RESULTADO FISCAL DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL – BASE CAJA (1)
(En miles de millones de pesos)

	Primer semestre		Segundo semestre		Anual		Anual
	2008	2007	2008	2007	2008	2007	2009
1. Recursos Totales	136,5	100,9	143,7	117,3	280,2	218,1	350,0
2. Gasto Primario	115,5	86,5	137,8	105,9	253,3	192,4	325,0
3. Resultado Primario	21,0	14,4	5,9	11,4	26,9	25,7	25,0
4. Intereses	7,0	6,5	10,3	9,9	17,3	16,5	20,0
5. Resultado Total	14,0	7,9	-4,4	1,5	9,6	9,2	5,0
6. Resultado Total/PBI					0,90	1,13	0,35

(1) Cifras redondeadas; se computan tanto como recursos y como gastos los recursos coparticipados.

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

En rigor se trata de una doble proyección, el segundo semestre del año 2008 y todo el año 2009. Debe tenerse en cuenta que en el segundo semestre del año 2007 se produjeron ingresos de capital extraordinarios que se computaron como ingresos corrientes y que en 2008 no estarán disponibles. **Por ello, el resultado primario de ese segundo semestre, a los efectos de este cálculo, se reduce y aparece un déficit a nivel total.**

Para este ejercicio se utilizó como hipótesis un crecimiento interanual de 4% en el PBI –en el segundo semestre– y un aumento de 25% del Índice de Precios Implícitos en el PBI, o sea un freno importante en el crecimiento real y el mantenimiento de la tendencia de precios. Para el año 2009 se utilizó como hipótesis base un aumento del PBI nominal del 30%.

La conclusión del ejercicio es que el resultado total del año 2009 oscilaría entre 0,5% y 0,0% del PBI, el más bajo de toda la serie desde el año 2004 (aunque es posible que ingresos extras y contabilidad creativa terminen mejorando esta cifra).

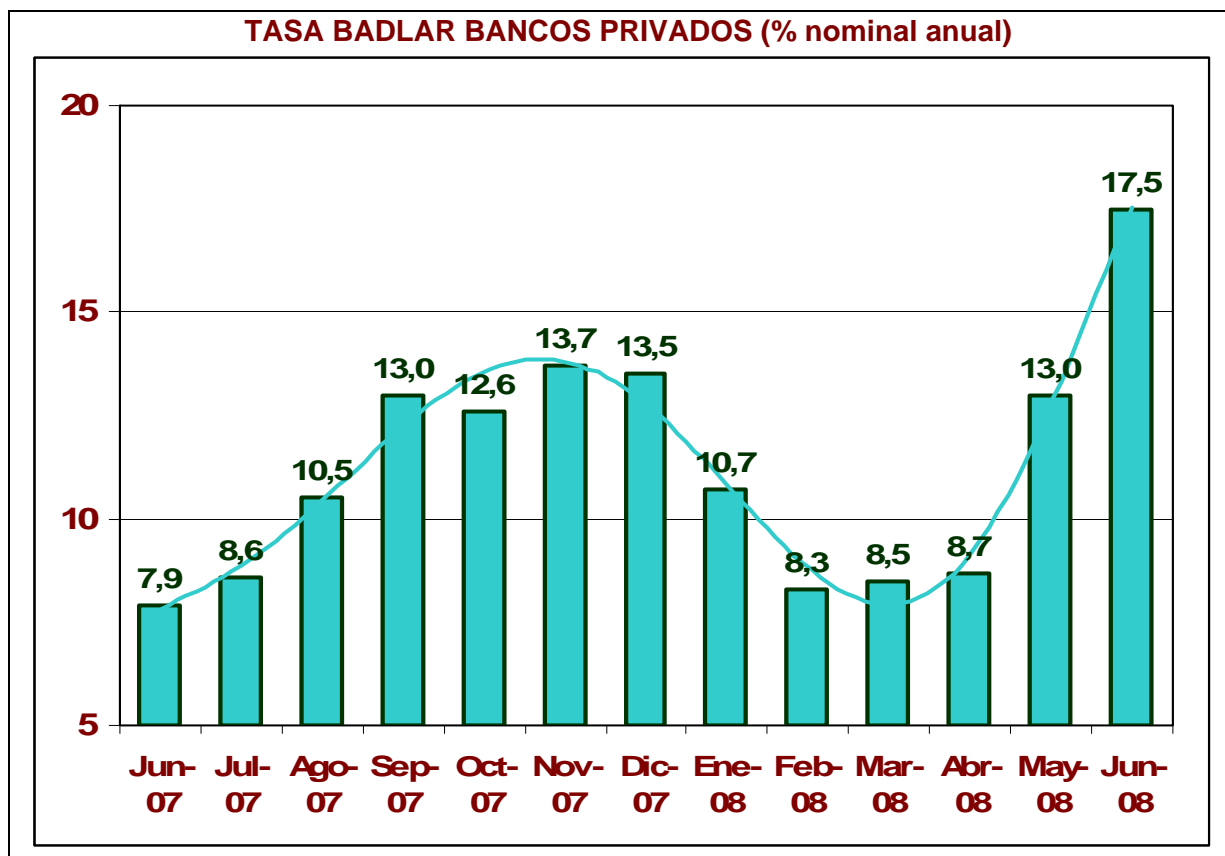
Por lo tanto, un crecimiento medio anual del orden del 4,5% es el piso mínimo que asegura la sustentabilidad fiscal del programa económico. En economías con mercados de capitales internos profundos o con acceso a mercados financieros internacionales, la volatilidad que implica el ciclo económico para el crecimiento –años de aumentos inferiores al promedio alternando con años de aumentos superiores– es mitigada por la colocación de deuda durante el receso y rescate en el auge. Como esas posibilidades están hoy muy limitadas para la Argentina, **es mayor la exigencia sobre el crecimiento y por ende sobre la recaudación.** Para ponerlo en perspectiva, recuérdese que la tasa de crecimiento de largo plazo de la Argentina es 3,0% anual (por ejemplo en el período 1960–2010).

- 4.4.** Como se ha venido señalando en Informes Mensuales previos, **el resultado fiscal no incluye devengamientos de la deuda que ajusta por CER** ni siquiera a la módica tasa del 8% anual. Incluye además ingresos extraordinarios, que en rigor no constituyen caja o al menos caja genuina. Por otro lado, tiene un conjunto de compromisos dentro de los cuales se destaca el apoyo que realiza a las provincias y recompras de deuda a que está obligado.

Para entender el punto basta indicar que, computando este tipo de erogaciones, para el período junio–diciembre el Tesoro necesita 30,0 miles de millones de pesos. El Tesoro estima su superávit primario en 16,0 miles de millones bajo la hipótesis que la economía sigue creciendo y 5,0 miles de millones de fondos de otros orígenes, suponiendo que la economía sigue creciendo al ritmo del 8% anual. Pero, si se produjera la desaceleración consistente con el ejercicio desarrollado en 4.3., el superávit primario caería al entorno de 6,0 miles de millones para el período julio–diciembre y, estimativamente, 10,0 miles de millones para el período junio–diciembre, con lo que la brecha a financiar no sería de 9,0 miles de millones ($30 - 16 - 5$) si no de 16,0 miles de millones ($30 - 9 - 5$).

5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO

5.1. Durante el mes de junio la tasa de interés consolidó el nivel que había alcanzado a fin de mayo. La tasa Badlar para bancos privados se ubicó en el entorno del 17,5% anual, el doble del nivel de abril, así y todo negativa en términos reales.



5.2. El comportamiento de la tasa de interés es la contrapartida de la dinámica de los depósitos en los últimos meses, que fue exhaustivamente analizada en la sección 1. Como promedio mensual de saldos diarios, se estima que en junio los depósitos cayeron 1%, en parte por el arrastre negativo proveniente de mayo, en parte por la caída observada en los primeros diez días del mes.

En ese contexto, los préstamos al sector privado aumentaron 0,4%, siempre como promedio mensual de saldos diarios, lo que ilustra el grado de tensión que adquirió el sector financiero, considerando que: i) el crédito venía creciendo al 3% anual acumulativo; ii) la tasa de interés nominal activa rondó el 3%–4% mensual.

En el siguiente Cuadro se presenta la evolución por tipo de préstamos.

Cuadro 5.1
PRÉSTAMOS AL SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO
(En miles de millones de pesos)

	Mayo 08	2007	2006	2005	2004	2003	2002
1. Total	117,8	104,6	74,2	52,5	38,6	30,7	35,9
1.1 Dólares	17,8	16,2	11,2	6,9	4,5	3,9	5,2
1.2 Pesos	100,0	88,4	63,0	45,6	34,1	26,8	30,7
Adelantos	16,2	14,2	11,6	8,5	6,4	4,4	4,4
Documentos	19,5	18,1	14,0	10,3	6,7	4,7	5,4
Hipotecarios	15,4	14,0	9,9	8,6	8,7	9,3	11,3
Prendarios	6,6	5,8	3,6	2,3	1,6	1,3	2,1
Personales	25,1	21,0	13,0	7,1	4,2	2,3	2,7
Tarjetas	12,6	10,8	7,3	5,1	3,1	2,2	2,0
Otros	4,6	4,3	3,6	3,6	3,5	2,6	2,8

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

5.3. A su turno, la Base Monetaria aumentó 2,5% en junio (como promedio mensual de saldos diarios), a partir de una declinación en el stock de Lebac y Nobac (y también de pases) como fue mencionado en 1. El crecimiento del circulante en poder del público acompañó el aumento de la Base Monetaria, impulsado por las necesidades de dinero transaccional de los agentes económicos.

6. SECTOR EXTERNO

6.1. El cuadro seguidamente adjunto expone la evolución de los principales componentes del Balance de Pagos argentino, incluyendo la relación Cuenta Corriente/PBI.

Cuadro 6.1
BALANCE DE PAGOS
(En millones de dólares)

	Anual 2006	I 2007	II 2007	III 2007	IV 2007	Anual 2007	I 2008
Cuenta Corriente	8.011	1.073	2.478	754	3.160	7.466	1.552
Mercancías	13.958	2.391	3.957	2.305	4.603	13.255	3.592
Exportaciones FOB	46.546	11.145	13.666	14.347	16.222	55.780	15.789
Importaciones FOB	32.588	8.754	9.709	12.042	12.020	42.525	12.197
Servicios	-536	-27	-217	-374	64	-499	-292
Rentas + Transferencias corrientes	-5.412	-1.345	-1.261	-1.177	-1.507	-5.290	-1.748
Cuenta Capital	-5.618	2.605	5.229	-1.610	-173	6.051	1.239
Sector Bancario (BCRA y otras)	-10.521	350	-150	1.021	346	1.567	251
Sector Público no financiero	3.040	797	1.001	-147	773	2.423	-486
Sector Privado no financiero	1.765	1.447	4.376	-2.581	-1.294	1.948	1.458
Otros	97	12	2	97	1	112	17
Errores y omisiones netos	1.138	982	-1.367	14	-46	-418	734
Variación Reservas BCRA	3.530	4.660	6.340	-842	2.941	13.098	3.526
Reservas Internacionales BCRA	3.960	4.813	6.308	-266	3.285	14.139	4.288
Ajuste por tipo de pase	430	153	-32	576	344	1.041	762
PBI (miles millones pesos corrientes)	654	681	835	827	906	812	885
Tipo de cambio peso/dólar	3,07	3,10	3,08	3,14	3,14	3,12	3,15
PBI (miles de millones de dólares)	213	220	271	264	288	261	281
Cuenta Corriente/PBI (1) %	3,76	1,95	3,66	1,14	4,39	2,86	2,21

(1) En el caso de los trimestres, el saldo en 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, 2006, 2007 y primer trimestre 2008* (datos disponibles a partir del 23-6-08). Los cuatro renglones finales, elaboración propia.

6.2. El saldo de la Cuenta Corriente en el primer trimestre fue 1.552 millones de dólares¹, lo cual implica un incremento de 479 millones en comparación con igual período de 2007. El saldo de Mercancías generó 1.201 millones, dado que las exportaciones se incrementaron en 4.644 millones y las importaciones en 3.443 millones.

El rubro Servicios tuvo un saldo de -292 millones; los egresos se incrementaron en 648 millones, impulsados por los rubros gastos de transporte y viajes. En Rentas más Transferencias corrientes también se registró déficit, por 1.748 millones; el principal saldo negativo se generó en Utilidades y dividendos, con 1.463 millones.

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

6.3. La Cuenta Capital tuvo un superávit de 1.239 millones, lo que significa una disminución de 1.366 millones en comparación con el primer trimestre del año anterior.

El Sector Bancario (BCRA y otras entidades financieras) aportó 251 millones, correspondiendo -144 millones al Banco Central y 395 millones a otras entidades. En el primer caso, se originaron 215 millones vía Banco de Ajustes de Basilea, más que compensados por -359 millones en el rubro Otros pasivos: capitalizaciones y amortizaciones de capital de títulos y notas emitidos por el BCRA estimados en poder de no residentes. En las otras entidades financieras el saldo positivo proviene de aumento de pasivos (líneas de crédito y obligaciones diversas). Debe puntualizarse que el fuerte saldo negativo de 2006 se debe al pago de 9.530 millones al Fondo Monetario Internacional

En cuanto al Sector Público no financiero, tuvo un saldo de -486 millones, de los cuales -442 millones corresponden al Gobierno Nacional. El principal rubro fue Organismos Internacionales con un saldo de -663 millones (desembolsos por 210 millones y amortizaciones por 873 millones).

Finalmente, **el Sector Privado no financiero registró un saldo positivo de 1.458 millones**, que se originó principalmente en crédito comercial (financiamiento relacionado con el comercio exterior), inversión extranjera directa y préstamos financieros, compensados parcialmente por la formación de activos externos.

6.4. Las Reservas del BCRA se incrementaron 3.526 millones en el primer trimestre, en función los superávits de la Cuenta Corriente y la Cuenta Capital. Al 30-3-08 las Reservas totalizaron 50.454 millones, con un incremento de 4.288 millones respecto de la posición al 31-12-07. La diferencia con la cifra anterior, de 762 millones, corresponde al ítem Ajuste por tipo de pase, de acuerdo con la información oficial. La Deuda Externa Bruta a fin de marzo llegó a 127.259 millones (13,6% interanual), correspondiendo al Sector Público no financiero y Banco Central, 71.367 millones; Sector Privado no financiero, 49.686; Sector Financiero, sin BCRA, 6.207.

En la parte final del Cuadro 6.1 se estimó la relación Cuenta Corriente/PBI, registrando un leve ascenso en comparación con el primer trimestre de 2007, al pasar de 1,95% a 2,21%. Lo cual se generó por una suba de 44,6% en el numerador y otra de 27,7% en el denominador. Esta última tasa corresponde al 30,0% del crecimiento del Producto en pesos corrientes, como se vio en 2.2, apenas morigerada por el aumento del tipo de cambio de 3,10 a 3,15 pesos por dólar.

ANEXO ESTADÍSTICO

Cuadro I. ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL (EMI)

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

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

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	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
	Abril	288,52	222,57	193,90	247,08	2,54

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	Abril	98,97	121,13	521,07	109,50
	Mayo	100,08	117,19	507,85	105,06
	Junio	101,02	115,18	501,35	102,23
	Julio	103,07	121,42	524,38	106,29
	Agosto	104,81	121,03	519,16	104,76
	Septiembre	107,65	129,85	561,43	112,21
	Octubre	108,35	126,28	549,75	108,83
	Noviembre	109,28	124,05	548,09	106,35
	Diciembre	109,82	117,92	525,83	100,66
2008	Enero	110,32	121,89	548,59	103,89
	Febrero	110,89	128,22	577,95	109,04
	Marzo	111,87	130,13	593,18	110,41
	Abril	111,32			

(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	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	104.400	49.640	210
	Junio (1)	104.950	47.950	219

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
	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	-0,9	2,0	0,1
	Junio (1)	-0,5	0,5	-0,3

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.*