



Departamento de Investigaciones del IAEF

## **INFORME MENSUAL ECONÓMICO FINANCIERO N° 219**

MAYO DE 2008 (Fecha de cierre: 5 de mayo de 2008)

### **SÍNTESIS EJECUTIVA**

- La agenda de la nueva conducción económica pasa por los siguientes puntos: i) la corrección de la aceleración en la tasa de inflación; ii) la reversión de las tendencias a un aumento de la incertidumbre, que afectan los índices de confianza en el consumidor (como lo vienen referenciando las encuestas de la UTDT y TNS-Gallup-UCA); iii) el fortalecimiento de las cuentas fiscales; iv) la mitigación de los problemas que podrían provocar las restricciones de la oferta energética.
- En el mes de marzo se observó una desaceleración del crecimiento de los recursos fiscales en relación a los meses previos; una también significativa desaceleración en el aumento del gasto primario (la variación interanual de los gastos de capital fue negativa) e ingresos extraordinarios que permitieron obtener un superávit de caja de 0,9 miles de millones de pesos en el mes y de 4,9 miles de millones en el trimestre.
- Las turbulencias internas impactaron en el mercado financiero y cambiario en abril, generándose los siguientes efectos: i) un exceso de demanda de dólares en el mercado de cambios, lo cual provocó ventas netas por parte del BCRA; ii) un aumento sustancial en la prima de riesgo país; iii) una ratificación de que el ritmo de crecimiento de los depósitos se ha lentificado (1% mensual), por debajo de la inflación percibida.
- Los índices de precios al consumidor que son elaborados por algunas provincias se están distanciando progresivamente, en el curso de 2007 y en el corriente año, del IPC relevado por INDEC en la Ciudad de Buenos Aires y los partidos del conurbano bonaerense. Esto contrasta con la evolución en 2006, cuando esos indicadores se encontraban relativamente alineados.
- Una alternativa consiste en considerar a dos indicadores elaborados por INDEC, los precios mayoristas y el Índice de Salarios, como un *proxy* de los rubros Bienes y Servicios del IPC, respectivamente, con la misma participación que éstos tienen en los precios minoristas. La tasa interanual de este IPC Teórico para marzo de 2008 fue 21,3%, frente a 8,8% en el caso del IPC–GBA. Además, la brecha entre ambos indicadores viene ampliándose, sobre todo a partir del segundo semestre del año pasado. Este IPC Teórico constituye un indicador alternativo, que permite apreciar la dinámica de la inflación en proceso de aceleración.

## 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.**

<b>EXECUTIVE SUMMARY</b>	<b>4</b>
<b>1. EL CONTEXTO GENERAL</b>	<b>5</b>
<b>2. NIVEL DE ACTIVIDAD</b>	<b>9</b>
<b>3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN</b>	<b>12</b>
<b>4. FINANZAS PÚBLICAS</b>	<b>16</b>
<b>5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO</b>	<b>19</b>
<b>6. SECTOR EXTERNO</b>	<b>22</b>
<b>ANEXO ESTADÍSTICO</b>	<b>26</b>

## CUADROS RESUMEN

### 1. EL CONTEXTO GENERAL

Parecería que los indicadores de Estados Unidos se aproximan a tocar fondo, es decir que la economía estadounidense se encuentra en el umbral de un proceso de reversión. La economía estaría recuperándose a partir del tercer trimestre, cuando las medidas de alivio fiscal (reducción de impuestos y de tasas de interés) estén operando a pleno.

En el orden local, la agenda de la nueva conducción de la cartera económica enfrenta en lo inmediato seis importantes problemas: la medición de la inflación, la aceleración de la misma, una incipiente desaceleración de la actividad económica, una preferencia por la liquidez y la postergación de consumos, las limitaciones de la oferta energética y la caída en confianza del consumidor.

### 2. NIVEL DE ACTIVIDAD

El PBI creció 9,4% en el primer bimestre en comparación con igual período del año anterior; pero, en términos desestacionalizados, la variación respecto de diciembre del año pasado fue cero.

El Estimador Mensual Industrial se incrementó solamente 3,0% en el mes de marzo en términos interanuales, con una baja de 1,7% respecto de febrero (sin estacionalidad), acumulando de todos modos un ascenso de 6,7% en el primer trimestre. Se registró una caída de 10,1% en Industria Alimenticia, impulsada por Carnes rojas (-37,6%) y por Molienda de cereales y oleaginosas (-16,4%), lo cual puede atribuirse al paro agropecuario.

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

Del análisis de los índices de precios al consumidor de determinadas provincias desde enero de 2007 surge que están correlacionados entre sí, distanciándose progresivamente del índice emitido por INDEC para Buenos Aires y el conurbano. Esto contrasta con la evolución en el curso de 2006, ya que estos indicadores estaban relativamente alineados con el IPC-GBA en el rango del 10% anual.

Se elabora un IPC Teórico considerando a los precios mayoristas como un *proxy* del rubro Bienes del IPC-GBA y a los salarios en reemplazo de Servicios. En marzo este indicador arrojó un crecimiento interanual de 21,3%, en un proceso de aceleración, ampliándose la brecha con el IPC-GBA.

### **4. FINANZAS PÚBLICAS**

Resulta llamativo que, en un contexto de aceleración de la tasa de inflación, el crecimiento de los recursos se haya desacelerado en marzo, lo cual podría preanunciar un débil comportamiento del gasto interno sobre el fin del primer trimestre. El gasto corriente sigue creciendo a tasas elevadas y la caída interanual en marzo del gasto en capital sugiere un diferimiento de pagos.

Debe señalarse el llamativo aumento de la deuda por 36 miles de millones de pesos en el año 2007, en la definición excluyendo *outholders*, en particular considerando que el gobierno nacional tuvo un superávit de 9,5 miles de millones en el año,

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

Desde una perspectiva de mediano plazo, el crecimiento de los depósitos es débil para una economía que crece al 8% anual y con una inflación del 20%. Los depósitos privados a plazo fijo están virtualmente estancados desde hace aproximadamente un año.

Las cifras de abril sugieren que se está agotando el impulso del sector externo como agente de expansión monetaria que requiere la neutralización vía Pases o Lebac. Pero este último resultado también se debe a movimientos institucionales y encubre lo que es la contrapartida del lento crecimiento de los depósitos privados: un aumento en la formación neta de activos de argentinos en el exterior.

### **6. SECTOR EXTERNO**

La Balanza Comercial del período diciembre de 2006 a marzo de 2008 tuvo picos y valles, dentro de un promedio inferior a los 1.000 millones mensuales, destacándose la brusca baja invernal del saldo comercial en julio-agosto de 2007. Este aspecto, en cuanto a su magnitud, es una de las incógnitas del corriente año, junto con la evolución de los precios de *commodities*, el tema de las retenciones, las restricciones cuantitativas para algunos productos, entre otras, que en última instancia afectarán el saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos.

Además del incremento de precios de Combustibles en las importaciones del primer trimestre del corriente año, no puede dejar de señalarse el relevado en Bienes Intermedios. Este rubro, con una ponderación de 36% en el total importado, recoge un aumento de 26% en precios, con la mayor presión consiguiente en los costos empresarios y en el proceso inflacionario.

## EXECUTIVE SUMMARY

- The agenda of the new economic leadership refers to the following items: i) the adjustment of the acceleration in the inflation rate; ii) the reversal of the trends towards increased uncertainty that affects consumers confidence level (as *Universidad Torcuato Di Tella* and *TNS-Gallup-Universidad Católica Argentina* surveys have been alluding to); the mitigation of the problems that energy restrictions could cause.
- In March was observed a deceleration in growth of fiscal resources in relation to previous months; there was also an important growth deceleration of primary expense (the year-on-year variation in capital expenses was negative) and extraordinary revenues that allowed to reach a cash surplus of 0.9 billion pesos during this month and of 4.9 billion pesos in this quarter.
- Internal turbulences impacted on the financial and exchange market in April generating the following effects: i) an excess demand for dollars in the exchange market (net sales by the Central Bank); ii) a substantial increase in the country risk premium; iii) a ratification that the rhythm of growth of deposits has slowed down (1% monthly), below the perceived inflation.
- In the course of 2007 and the current year, the Consumer Price Index (CPI) produced by some provinces are becoming progressively apart from the CPI produced by *INDEC* (National Institute of Statistics and Census) in the city of Buenos Aires and the districts of the greater Buenos Aires. This differs from the evolution in 2006, when those indicators were relatively aligned.
- One alternative consists in considering two indicators devised by *INDEC*, the Producer Price Index (PPI) and the Salary Index, as a proxy of the items Goods and Services of the CPI, respectively, with the same participation that these have in the CPI. The year-on-year rate of this Theoretical CPI for March 2008 was 21.3 %, compared to 8.8 % in the case of the CPI-*INDEC*. In addition, the gap among both indicators is becoming wider, especially as from the second semester of last year. This Theoretical CPI has become an alternative indicator that allows appreciating the dynamics of inflation in the process of acceleration.

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

## 1. EL CONTEXTO GENERAL

- 1.1. La desaceleración de la economía mundial afectará a Latinoamérica, tanto por el canal comercial cuanto por el financiero, más allá de que las economías de la región estén en mejores condiciones que en otros episodios del pasado.

Cuadro 1.1  
CRECIMIENTO ECONÓMICO E INFLACIÓN EN AMÉRICA LATINA

	1985–2005	2006	2007	2008	2009
<b>I – Δ% PBI</b>					
Brasil	2,8	3,8	5,4	4,4	4,0
Chile	5,7	4,3	5,1	3,5	5,0
Colombia	3,3	6,8	7,5	5,0	5,0
Perú	2,6	7,6	9,0	7,7	6,0
<b>II – Δ% IPC</b>					
Brasil	(*) 4,6	3,1	4,5	4,7	4,5
Chile	(*) 3,9	2,6	7,8	4,5	3,1
Colombia	(*) 11,0	4,3	5,5	5,6	4,3
Perú	(*) 4,3	1,1	3,9	4,1	3,0

(\*) 1996/2005.

FUENTE: elaboración propia sobre la base de datos de FMI y JPMorgan.

En balance, en los cuatro casos elegidos por su peso relativo y representatividad en la región (se excluyó México por ser limítrofe de Estados Unidos y fuerte socio comercial), **el crecimiento económico del año 2008 será menor al de 2007 entre 1,0 y 2,5 puntos porcentuales.**

Pero, salvo en el caso de Chile, así y todo crecerán más que en el período 1985–2005. En 2009, asumiendo que el mundo recupera un ritmo de crecimiento del 6% anual (Estados Unidos creciendo el 2,2% y Unión Europea 1,8%) la región crecería de nuevo por encima de su tendencia histórica, aunque no recuperaría el crecimiento de 2007 (excepto Chile).

**En los cuatro países, la inflación promedio de 2007–2008 resultará más elevada que la de 2006, para declinar suavemente hacia el año 2009.** Obsérvese que la variación IPC estimada por INDEC en 2007 supera holgadamente el resultado de hacer un promedio simple de los cuatro países indicados.

- 1.2. Al iniciarse el quinto mes del año, pareciera que los indicadores reales en Estados Unidos se aproximan a tocar fondo, es decir, que la economía estadounidense se encuentra en el umbral de un proceso de reversión. Se estima que en el primer trimestre habría variado 0% y que en el segundo estaría cayendo 1,0% (a ritmo anual y sobre el trimestre anterior), **para recuperarse a partir del tercer trimestre cuando estén operando a pleno las medidas de alivio fiscal (reducción de impuestos) y disminución de tasas de interés** –con los *lags* que conlleva la política monetaria–, en un contexto de mayor déficit fiscal y un dólar que podría comenzar a recomponerse muy gradualmente frente al euro.

Los precios de *commodities* agrícolas se movieron en forma diferencial en abril, bajando trigo y recomponiéndose soja luego de la caída observada en la segunda mitad de marzo.

**1.3.** En el plano interno, la agenda de la nueva conducción de la cartera enfrenta seis problemas importantes en lo inmediato:

- a) **La medición de la inflación.** Está pendiente la modificación del IPC. Es muy importante la brecha que se acumula entre el IPC oficial que relewa el INDEC y otros cálculos alternativos efectuados sobre la base de los IPC provinciales, que reflejan aumentos interanuales en el rango de 16,2%–34,6%.
- b) **La propia aceleración de la tasa de inflación,** que en el primer trimestre del año refleja un aumento anualizado de 7,8%, mientras que en el tercer trimestre de 2007 ascendía a 6,5% según los mismos índices.
- c) **Una incipiente desaceleración de la actividad económica,** que se manifestó en un descenso del Estimador Mensual Industrial en marzo (disminuyó 1,7% respecto de febrero) y que el acumulado del primer trimestre tuviera una variación de 6,7% respecto del período homólogo de 2007, lo cual probablemente repercuta en el comportamiento del EMAE (véase 2.2.). Los problemas logísticos y de transporte y abastecimiento derivados del conflicto entre gobierno y campo, y la incertidumbre derivada de la aceleración en la inflación, subyacen como factores de esta desaceleración.
- d) La demanda interna venía alimentada por una combinación de factores (aumento de ingresos salariales y de gasto público, percepción de tasa de interés negativas), movilizandando la demanda hacia bienes y servicios de alta elasticidad ingreso. Pero estos bienes, a su vez, son sensibles a una caída de la confianza del consumidor, que no es más que una mayor incertidumbre sobre el valor esperado de los ingresos futuros. **Ello induciría una preferencia por la liquidez y la postergación de consumos, lo que se habría observado en marzo–abril.**
- e) **Los problemas que pueden plantear las limitaciones de la oferta energética** al promediar el otoño y descender la temperatura.
- f) **Revertir la caída verificada en el primer cuatrimestre en la confianza del consumidor.**

Los efectos negativos del conflicto con el campo se manifestaron además en: i) una declinación interanual del 9% de las exportaciones del mes de marzo medidas en volumen físico (véase 6.3.); ii) en una desaceleración del crecimiento de los ingresos fiscales también en marzo (véase 4.1.).

**1.4.** La situación fiscal en el primer trimestre, analizada con detalle en la sección 4., ilustra que el resultado total de marzo fue de un módico superávit de 0,9 miles de millones de pesos, consolidado con el ingreso de utilidades transferidas por el BCRA y una reducción drástica del gasto en capital –en particular en el rubro de transferencias a provincias– que cayó 5,6% en términos interanuales, cuando en los meses previos había crecido 31% en enero y 48% en febrero.

El resultado del segundo trimestre del año (y en particular de mayo y junio) será crucial para las cuentas públicas. **Se estima que el superávit total podría alcanzar a 7,5–8,0 miles de millones de pesos, lo que permitiría afrontar los vencimientos de deuda del período.**

**Cuadro 1.2**  
**SECTOR PÚBLICO NACIONAL – RESULTADO TOTAL Y VENCIMIENTOS DE DEUDA**  
(En miles de millones de pesos)

	Año 2008					Año 2007	Δ%	
	Trim. I	Trim. II	Trim. III	Tri. IV	Total		Año	Trim. I
1. Recursos	62,5	73,4	77,2	76,5	289,6	218,1	32,7	37,8
2. Gasto Primario	53,7	61,3	69,0	71,5	255,5	192,6	32,6	33,0
3. Resultado Primario	8,8	12,1	8,2	5,0	34,1	25,5		
4. Intereses	3,4	3,5	3,2	3,4	13,5	16,1		
5. Resultado Total (3-4)	5,4	7,6	5,0	7,9	20,6	9,4		
6. Vencimientos (no inc. BCRA)	12,3	8,6	10,9	3,7	35,5			
7. Neces. financiamiento (6-5)	6,9	1,0	5,9	-4,2	9,6			

FUENTE: proyección propia sobre la base de datos de la Secretaría de Hacienda.

Los vencimientos de la segunda mitad del año son administrables, con una concentración en el tercer trimestre, obviamente en la medida que se alcance un resultado primario como el proyectado en el Cuadro 1.2 como mínimo y se mantenga en el mercado monetario un entorno sin excesivas turbulencias.

En ese contexto, la suba de la prima de riesgo al entorno de 600 puntos básicos, contrapartida de la caída en los precios de los bonos públicos, es una señal que no debe ser ignorada, particularmente considerando que en el próximo trienio los vencimientos se mantendrán en el entorno de los 10,0 miles de millones de dólares (sin incluir BCRA).

**1.5. Los depósitos, luego de un salto en enero, crecen lentamente. En abril se incrementaron 0,5% (como promedio mensual de saldos diarios), y en marzo lo habían hecho 1,0%.** Los depósitos privados aumentaron 1,0% en ambos meses y las colocaciones a plazo fijo cayeron levemente en abril. La señal es que el aumento interanual de los depósitos descendió de 27% (abril 2007/abril 2006) a 20% (abril 2008/abril 2007), en un contexto de crecimiento económico similar y mayor inflación.

**En otras palabras, hay señales de reversión en el proceso de remonetización que un análisis trimestral de las cifras (véase 5.) indica que ya se incubaba en la segunda mitad de 2007 y que una tendencia a una mayor negatividad en la tasa pasiva real de interés (frente a los indicadores alternativos de inflación) ha profundizado.**

Estas señales están presentes, asimismo, en la desaceleración en la acumulación de reservas en el segundo semestre de 2007 (aumentaron 3,0 miles de millones de dólares contra 11,2 en el primer semestre) y en particular del primer cuatrimestre de 2008, en que aumentarían 4,2 miles de millones.

El menor ritmo de crecimiento de las compras de dólares del BCRA (480 millones en febrero, 590 en marzo y ventas netas en abril) indican que el papel expansivo del sector externo como factor de crecimiento de la Base Monetaria se ha moderado, lo cual explica que el stock de Pases + Lebac tiende a estabilizarse.

Todo parece indicar una menor demanda real de activos financieros en moneda local y una mayor demanda de activos en moneda extranjera, como ya lo indicaba el resultado del balance cambiario del último trimestre de 2007 (*véase 5.4.*).

- 1.6.** Las cuestiones monetarias, en un contexto de aceleración de tensiones inflacionarias, deben considerarse a partir del hecho de que, desde la salida de la Convertibilidad, las tenencias de circulante en poder del público han sido anormalmente altas en clave histórica.

**Cuadro 1.3**  
**TENENCIAS DE EFECTIVO EN PODER DEL PÚBLICO**  
(En % del PBI)

1961-1975	6,0
1976-1980	4,1
1981-1990	4,4
1991-2000	4,5
<b>2007</b>	<b>7,8</b>

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

**Por lo tanto, una caída intensa de la demanda real de dinero, que llevara a los particulares a desprenderse de lo que perciban como un exceso de pesos, en un contexto de aceleración de la inflación (para preservarse del deterioro que ésta produce en las tenencias líquidas en moneda nacional) podría ser un factor de retroalimentación.**

## 2. NIVEL DE ACTIVIDAD

**2.1.** El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), indicador de INDEC que adelanta la variación del PBI a precios constantes de 1993, registró en febrero último un crecimiento de 8,8% en comparación con igual mes de 2007, con un descenso mensual de 0,4% en la serie sin estacionalidad. En el cuadro adjunto se muestra la evolución de las principales tasas.

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

	Estacio- nalidad	EMAE %
Febrero 2008/Febrero 2007	Con	8,8
Enero 2008/Enero 2007	Con	10,0
<b>Bimestre I 2008/Bimestre I 2007</b>	<b>Con</b>	<b>9,4</b>
Febrero 2008/Enero 2007	Sin	-0,4
Enero 2008/Diciembre 2007	Sin	0,3

FUENTE: elaborado sobre la base datos de INDEC (17-4-08).

Para Base 1993 = 100, el número índice correspondiente al primer bimestre de la serie desestacionalizada es 157,8. Dicho valor es exactamente el mismo que el de diciembre de 2007, de manera que el crecimiento resultante de esa comparación fue cero; esto es corroborado por las tasas mensuales de enero y febrero del cuadro anterior.

Además, debe tenerse presente el paro agropecuario de marzo y que las tasas de variación mensual desestacionalizada marzo/febrero del EMI y del ISAC fueron negativas, como se indica en las dos secciones siguientes. En este sentido, es probable que la tasa de variación del EMAE en marzo se ubique en el entorno de cero. **De esta manera, la variación primer trimestre de 2008/cuarto trimestre de 2007 también quedaría en ese rango.** Tasas mensuales de cero por ciento pueden encontrarse en abril de 2007 o junio de 2005; y para una negativa hay que remontarse a abril de 2004. **De todos modos, puede esperarse un recomodamiento a partir de abril.**

**2.2.** En cuanto a la industria manufacturera, el Estimador Mensual Industrial (EMI) marcó en marzo un crecimiento interanual de sólo 3,0%, acumulando en el trimestre un avance de 6,7%, pero registrando una baja respecto de febrero (sin estacionalidad).

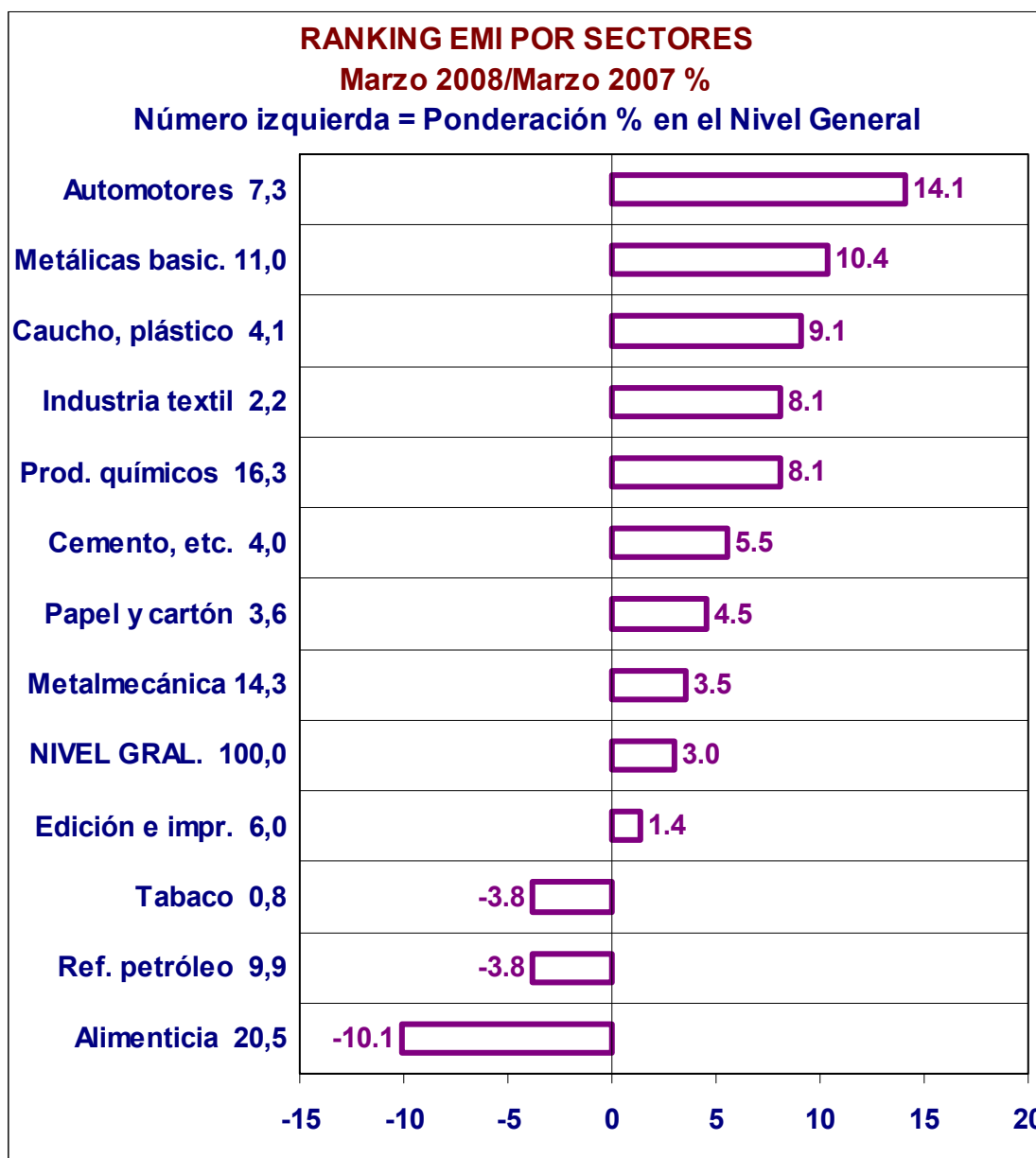
**Cuadro 2.2**  
**ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL (EMI) Base 2004 = 100**  
Tasas de variación %

	Estacio- nalidad	EMI %
Marzo 2008/Marzo 2007	Con	3,0
<b>Trimestre I 2008/Trimestre I 2007</b>	<b>Con</b>	<b>6,7</b>
Marzo 2008/Febrero 2008	Sin	-1,7

FUENTE: elaborado sobre la base datos de INDEC (23-4-08).

En términos desagregados, en el gráfico 2.2 queda de relieve que en marzo ocho sectores superaron el referido 3,0% interanual del Nivel General, uno se ubicó debajo de aquel nivel pero en el tramo positivo, en tanto que los tres restantes registraron un descenso. **En los extremos aparecen Automotores (14,1%) e Industria Alimenticia (-10,1%).**

Desde el punto de vista de la contribución al crecimiento, Automotores aportó 1,0 puntos porcentuales, de modo que el Nivel General de un índice “desautado” se incrementaría solamente 2,0%. Otros dos sectores con mayor incidencia fueron Productos Químicos e Industrias Metálicas Básicas (1,3% y 1,1%, respectivamente), de modo que estos tres sectores contribuyeron con 3,4 puntos porcentuales.



**El problema es que Industria Alimenticia, con una ponderación de 20,5%, generó un aporte negativo de 2,1 puntos porcentuales, que puede atribuirse al paro agropecuario. En este sentido, los rubros más afectados fueron Carnes rojas (-37,6%) y Molienda de cereales y oleaginosas (-16,4%).**

Por otra parte, la logística de los productos industriales debe haberse resentido en mayor o menor medida por las dificultades para circular por el sistema carretero, además de que el feriado de Semana Santa incidió en la tercera semana de marzo, en tanto que en 2007 recién se conmemoró en la primera semana de abril.

La Utilización de la Capacidad Instalada (UCI) fue de 72,2% en marzo, levemente debajo de la de febrero último, siendo inferior también a la de marzo de 2007 (73,1%). Encabezan el ranking los bloques Industrias Metálicas Básicas y Refinación del petróleo (95,0% y 94,8%, respectivamente).

**Los productos alimenticios y bebidas solamente llegaron al 60,9% del indicador UCI, lo que contrasta con el nivel de igual mes del año anterior (71,2%).**

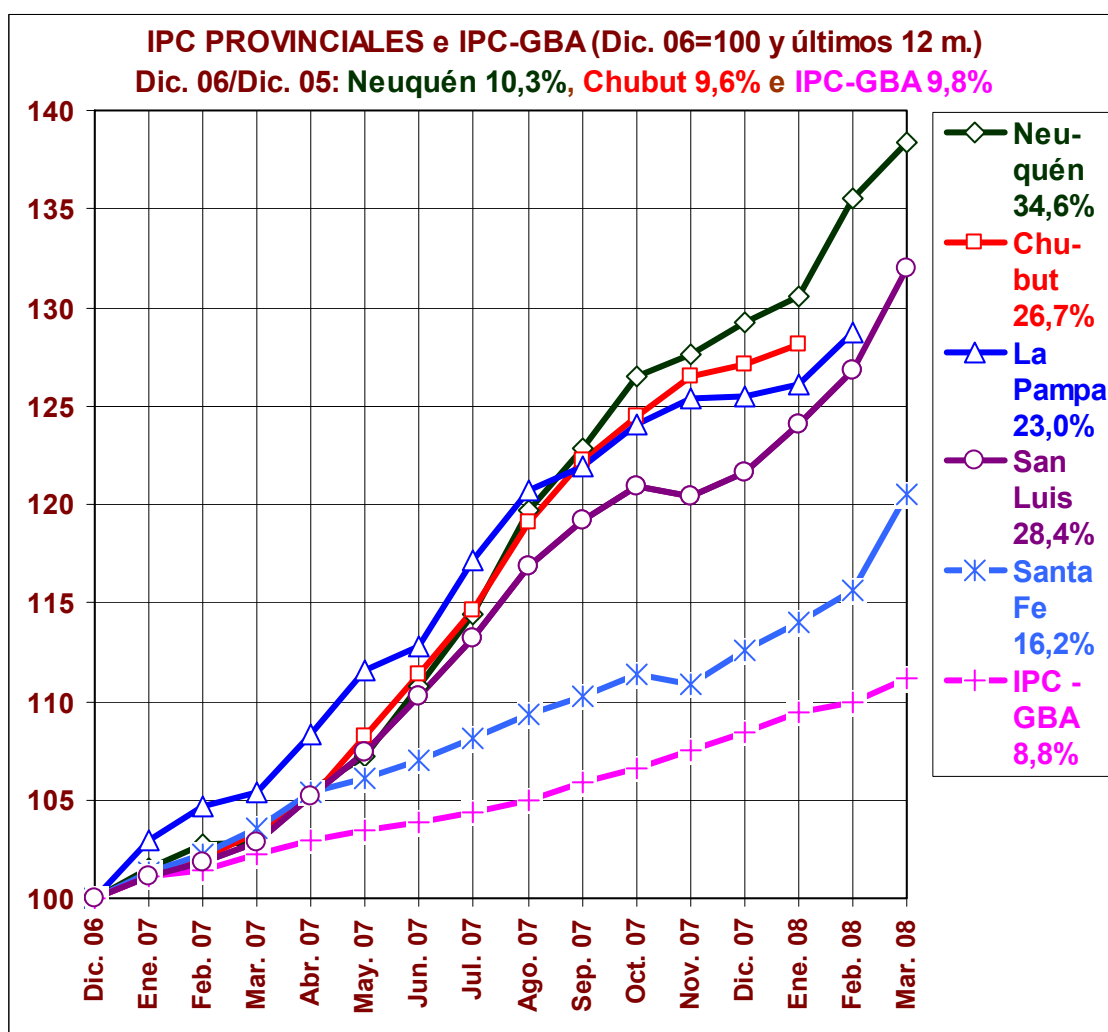
- 2.3.** El Indicador sintético de la actividad de la **construcción** (ISAC) registró en marzo un crecimiento interanual de 6,9%; en la serie desestacionalizada hubo una baja de 0,9% respecto de febrero (*véase Anexo Estadístico, Cuadro II*).

Por su parte, el Indicador sintético de **servicios públicos** (ISSP) obtuvo en marzo un incremento interanual de 13,8%, con una suba de 0,5% en comparación con febrero, sin estacionalidad (*véase el referido Cuadro II*).

### 3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

3.1. En sucesivos Informes Mensuales se fueron presentando diversos indicadores referentes al proceso inflacionario. En la presente sección se ofrece información proporcionada por los organismos del área estadística de algunas provincias, acerca de la evolución de los correspondientes índices de precios al consumidor por ellas relevados.

En el gráfico adjunto se muestra el recorrido de los precios al consumidor desde enero de 2007 en el caso de las provincias de Neuquén, Chubut, La Pampa, San Luis y Santa Fe, comparándolos con el Índice de Precios al Consumidor en Capital Federal y partidos del conurbano bonaerense (IPC-GBA).



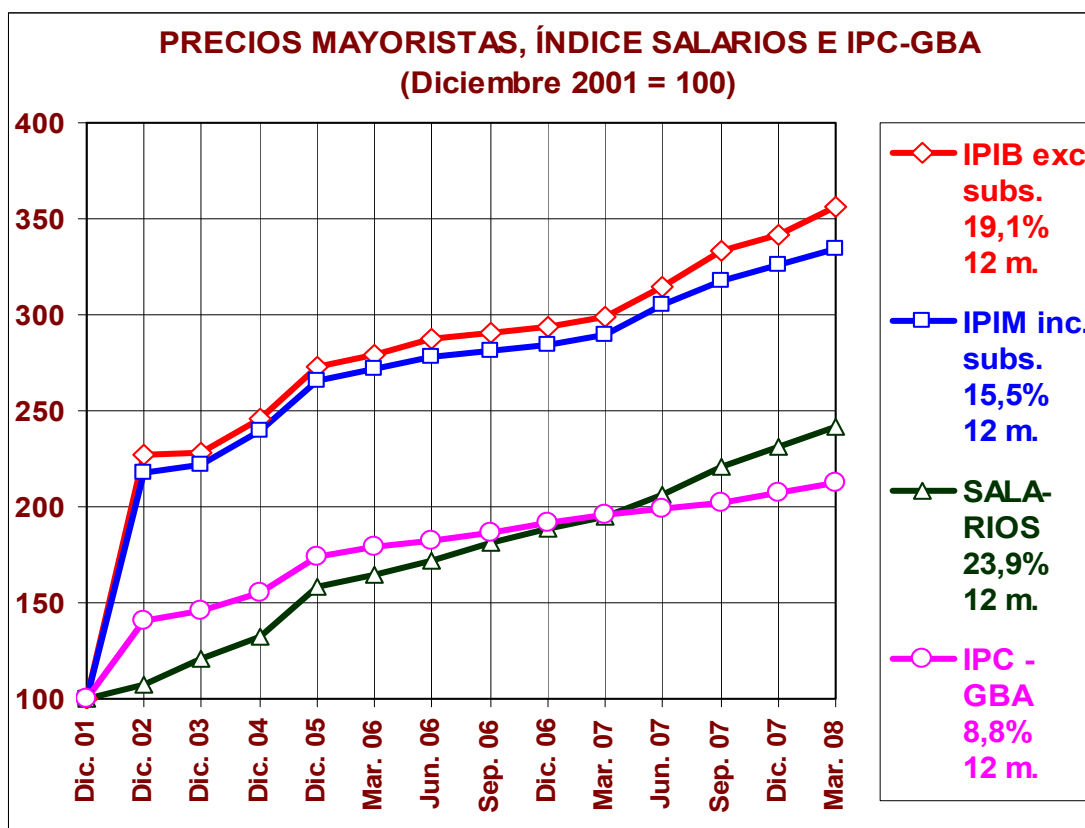
Queda en evidencia la correlación existente entre los índices de las primeras cuatro provincias mencionadas y la brecha que se viene generando con el IPC-GBA.

Frente al 8,8% de este último se destaca el incremento de los precios al consumidor en Neuquén, 34,6% en marzo 2008/marzo 2007, seguido de Chubut, La Pampa y San Luis. Santa Fe se ubicó en un nivel más bajo, dado su menor incremento en el curso del año pasado. Dada la aceleración de las series de San Luis y Santa Fe en marzo (4,1% y 4,2%, respectivamente), es de suponer que con los datos actualizados Chubut y La Pampa se acercarán a Neuquén.

**Debe puntualizarse que en el caso de Neuquén, Chubut y La Pampa los datos provienen directamente de las correspondientes direcciones de estadísticas.** En San Luis y Santa Fe, ambas mostrando una baja mensual en el índice de precios de noviembre del año pasado, la información se obtuvo del Índice de Precios al Consumidor Nacional elaborado por INDEC.

Como se indica en el encabezado del referido cuadro, las tasas interanuales de diciembre de 2006 de Neuquén y Chubut estaban alineadas con las del IPC-GBA, comenzando el desacople en 2007 a partir de los conflictos suscitados en INDEC.

3.2. El gráfico adjunto exhibe la evolución desde diciembre de 2001 del Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor (IPIB), del Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIB) y del Índice de Salarios, comparándola con la del IPC-GBA.



Como resultado del cambio de régimen, se aprecia en 2002 el fuerte salto en los precios mayoristas, por estar integrados por bienes comercializables internacionalmente.

**Además, la brecha que se viene generando entre el IPIB y el IPIM se debe a que el primero no incluye el efecto en los precios mayoristas de impuestos ni subsidios y el segundo sí los incluye.**

La ampliación de esa brecha desde el segundo semestre del año pasado, como se planteó en el Informe Mensual número 215, se debe básicamente a que el IPIM comenzó a reflejar la repercusión del *mecanismo destinado a otorgar subsidios al consumo interno a través de los industriales y operadores que vendan en el mercado interno productos derivados del trigo, maíz, girasol y soja.*

En cambio, el IPC-GBA creció menos por estar compuesto con Bienes y Servicios, estos últimos no comercializables afectados por la crisis y por el congelamiento de las tarifas de servicios públicos.

Por su parte, el Índice de Salarios se fue moviendo debajo del IPC, comenzando a recuperarse a partir de la política salarial establecida por el gobierno que benefició en primera instancia a los trabajadores registrados (aumentos de suma fija, elevación del salario mínimo vital y móvil, etc.). **El cruce de estas series, superando al IPC, se da en el contexto de las negociaciones colectivas y de la exacerbación de las expectativas inflacionarias.**

De acuerdo con la metodología difundida por INDEC: *Para la obtención de los salarios se efectúa una encuesta de periodicidad mensual a las empresas del Sector Privado y se recaba información mediante los circuitos administrativos correspondientes al Sector Público. Respecto del Sector Privado no Registrado se ha realizado una estimación de la evolución de sus salarios sobre la base de la información obtenida mediante la Encuesta Permanente de Hogares (EPH).*

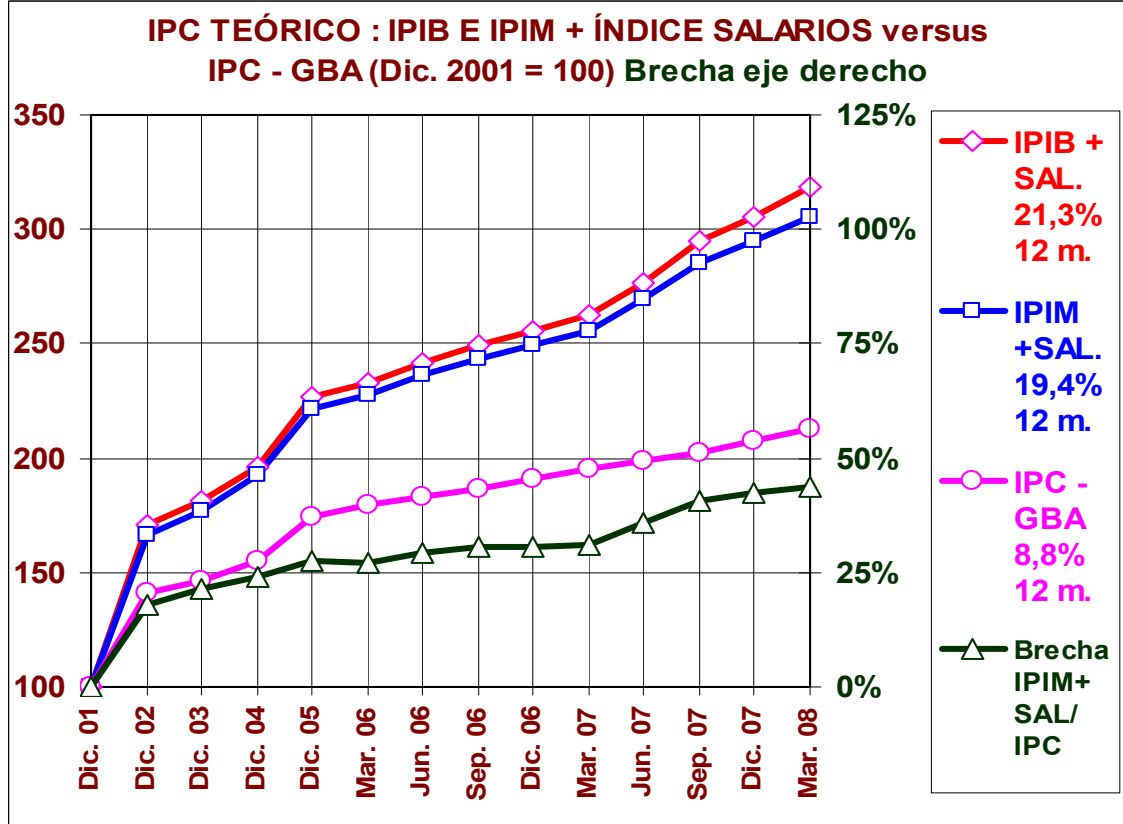
- 3.3.** En este contexto, surge la alternativa de considerar a los precios mayoristas como un *proxy* del rubro Bienes del IPC y a los salarios en reemplazo de Servicios, dentro de una línea planteada recientemente por JPMorgan.

Con este supuesto, en el gráfico de la página siguiente se ha elaborado lo que se ha dado en llamar “IPC Teórico” (IPC-T) con base a diciembre de 2001, tomando las tasas de variación del IPIB o del IPIM más Salarios, con la misma participación de Bienes y Servicios en el IPC-GBA.

En el caso del IPIB + Salarios la tasa interanual a marzo fue de 21,3% y en el de IPIM + Salarios de 19,4%, habiendo incidido en este tramo el mayor crecimiento de Salarios (23,9%) como se vio en el gráfico anterior. Estas series se comparan con el IPC-GBA, destacándose que la brecha viene ampliándose en un proceso de aceleración.

En este sentido, la relación IPIM + Salarios/IPC-GBA llegó en marzo a 43,7%, reconociéndose en el gráfico dos tramos bien definidos: el que va desde la salida del régimen de Convertibilidad hasta marzo de 2007; a partir de allí, con un cambio en la pendiente, al empinarse las curvas de precios mayoristas y de salarios, frente a una tasa de crecimiento estable en el IPC-GBA.

De este modo, puede decirse que el IPC-T constituye un indicador alternativo ante las distorsiones del IPC-GBA, permitiendo apreciar la dinámica de la inflación, en proceso de aceleración.



## 4. FINANZAS PÚBLICAS

- 4.1. En marzo, el sector público no financiero obtuvo un superávit primario de 2,3 miles de millones de pesos, en el cual gravitaron de manera determinante 1,2 miles de millones recibidos como ingresos de capital. Las cifras depuradas de este concepto, mostraron que el superávit del mes fue menor al del mismo mes del año 2007, en términos nominales.

El Cuadro 4.1 ilustra que, en términos interanuales, los recursos totales desaceleraron su crecimiento en marzo en relación a los meses previos (en enero y febrero habían crecido 40,6% y 42,3% respectivamente); efectuada la corrección apuntada –extraer ingresos de rentas de propiedad–, la desaceleración es más significativa.

**Cuadro 4.1**  
**RESULTADO DEL SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO**  
(En miles de millones de pesos)

	2008		2007		Δ%	
	Marzo	Trim. I	Marzo	Trim. I	Marzo	Trim. I
1. Ingresos	19,3	62,4	15,0	45,4	28,9	37,4
2. Gasto Primario	17,0	53,5	13,5	40,4	26,2	32,4
2.1 Corrientes	15,2	47,1	11,6	35,2	31,0	33,8
2.2 Capital	1,8	6,4	1,9	5,2	-5,6	23,1
3. Resultado Primario	2,3	8,9	1,5	5,0		
4. Intereses	1,4	4,0	1,2	3,9		
5. Resultado Total	0,9	4,9	0,3	1,1		

Se incluye en recursos y egresos los fondos coparticipados.

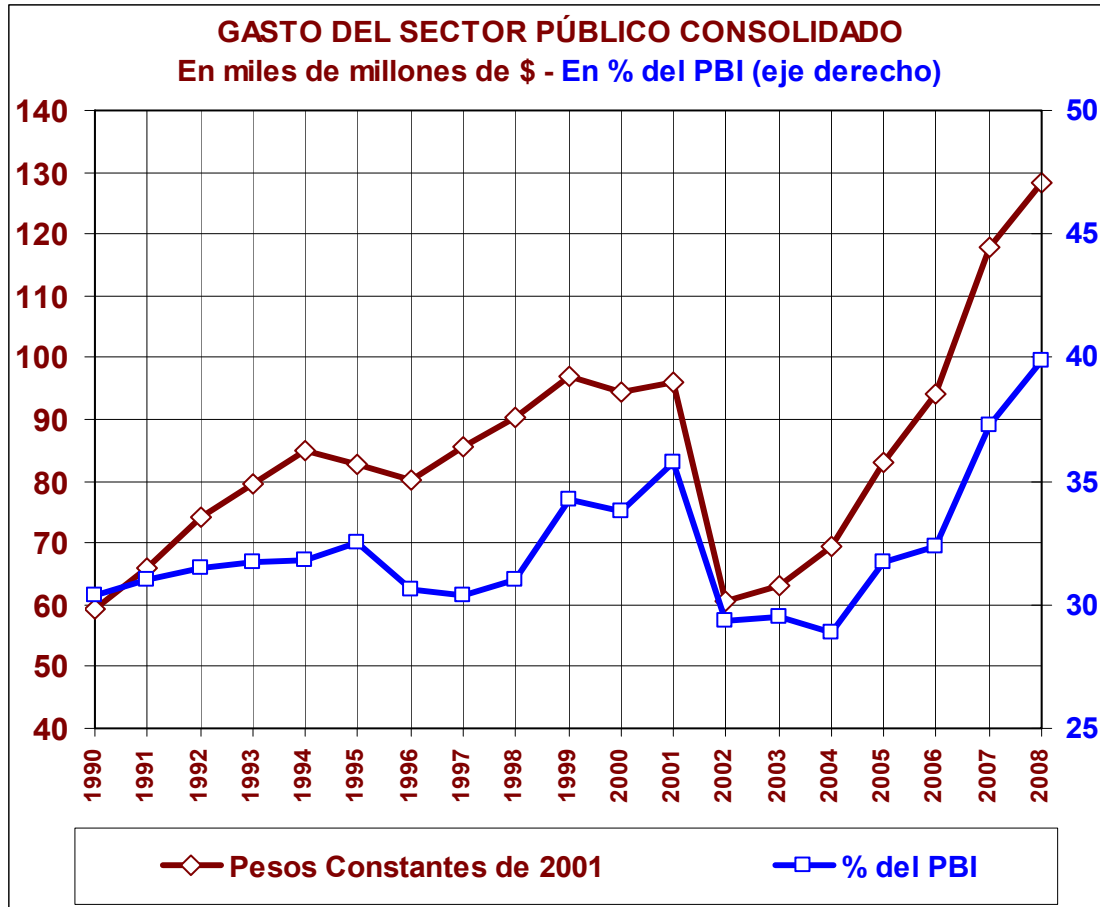
FUENTE: elaboración propia sobre la base de datos de la Secretaría de Hacienda.

**Es llamativo que, en un contexto de aceleración de la tasa de inflación, los recursos se hayan desacelerado en marzo; ello podría preanunciar un comportamiento débil del gasto interno sobre el fin del primer trimestre. El gasto corriente sigue creciendo a tasas elevadas y la caída interanual del gasto de capital en marzo sugiere diferimiento de pagos.**

Un simple ensayo indica que, asumiendo que los gastos de capital hubieran crecido en marzo 25% en términos interanuales, y los ingresos extraordinarios no se hubieran computado, el resultado primario hubiera sido de 0,5 miles de millones y el resultado total hubiera cerrado con un déficit de 0,9 miles de millones.

- 4.2. La dinámica del gasto público crea tensiones en el plano fiscal, en el gasto agregado y también en el plano cambiario. Desde 2001 y hasta fin de 2007, el gasto público consolidado aumentó 215% en términos nominales, 22,7% en moneda constante y 1,5 puntos en términos del PBI.

**Un ejercicio simple indica que, si los gastos hubieran crecido entre el 2004 y 2007 –el año de mejor desempeño fiscal de la Post Convertibilidad– o una tasa equivalente a la de los recursos, el nivel de las erogaciones sería 15% inferior al actual.**



**4.3.** La deuda pública en diciembre de 2007 representaba 56,1% ó 67,3% según se excluya o no la deuda en manos de los *outholders* (28,1 miles de millones de dólares). De esta manera, ha quedado superado el grado de endeudamiento de 2001 (54% del PBI). Como referencia, entre 1993 (acuerdo Brady) y el año 1998, año previo al ciclo recesivo 1999–2002, fue en promedio 33%. El cuadro de la página siguiente desarrolla los indicadores de la deuda desde 2002.

**Cabe señalar que el llamativo aumento de la deuda en el año 2007, de 36 miles de millones de pesos en el año 2007 en la definición excluyendo *outholders*, en particular considerando que el gobierno nacional tuvo un superávit de 9,5 miles de millones de pesos en el año, o sea una brecha de 45 miles de millones de pesos.**

La diferencia se explica, en parte por computarse como ingresos alrededor de 9,0 miles de millones de pesos en títulos y acciones que recibió Anses provenientes de sistemas jubilatorios privados por aportes acumulados de cotizantes transferidos al sistema de reparto; y, en parte, por no incluirse como gasto (resultado base caja) los ajustes de capital de la deuda que devenga CER; dicho ajuste equivale a 1,75% del PBI anual, por lo que su inclusión transformaría el superávit anual base caja (1% del PBI) en déficit.

**Cuadro 4.2**  
**INDICADORES DE DEUDA PÚBLICA**  
(En miles de millones)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	Var. 2007/2002	
							Miles de millones	En Δ%
Deuda Pública (1)	153,0	178,7	191,3	129,3	136,7	144,8	-8,2	-5,4
Deuda Pública (2)	153,0	178,7	191,3	152,9	162,8	173,7	20,7	13,5
Deuda Pública (3)	515,6	525,4	568,2	390,5	419,7	455,8	-59,8	-11,6
Deuda Pública (4)	515,6	525,4	568,2	461,8	499,8	546,7	31,1	6,0
Tipo de Cambio	3,37	2,94	2,97	3,02	3,07	3,15	-----	-6,5
PBI	312,6	375,9	447,6	531,8	654,5	812,1	499,5	59,7
Deuda Pública (3)/PBI	164,9	139,8	126,9	73,4	64,1	56,1		
Deuda Pública (4)/PBI	164,9	139,8	126,9	86,8	76,4	67,3		

FUENTE: elaboración propia sobre la base de datos de la Secretaría de Finanzas.

Deuda Pública (1): miles de millones de dólares, no incluye *outholders*.

Deuda Pública (2): miles de millones de dólares, incluye *outholders*.

Deuda Pública (3): miles de millones de pesos, no incluye *outholders*.

Deuda Pública (4): miles de millones de pesos, incluye *outholders*.

- 4.4.** La deuda pública presenta una vida media de 12,5 años que, considerando que la deuda reestructurada tiene 18 años, deja 6 años en promedio para el resto. La deuda incluye además 6,2 miles de millones de deuda del Tesoro con el BCRA (en gran parte originada en la compra de dólares para pagar al FMI).

La tasa media de la deuda no ajustable oscila entre 5% para la emitida en dólares (3,5% en el caso de la deuda en euros) y 8,4% en el de la deuda en pesos a tasa nominal. Los vencimientos de los últimos ocho meses de 2007 alcanza a 10,8 miles de millones de dólares; y, para el trienio 2009–2011, oscilan entre 8,2 y 10,3 miles de millones.

**En conjunto, estos datos sugieren que es presumible que la renovación de los vencimientos exija pagar tasas más elevadas que las muy preferenciales que implican los valores indicados en el párrafo precedente. Ello provocará una mayor carga de intereses en el mediano plazo.**

## 5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO

5.1. Los vaivenes políticos afectaron el comportamiento de los mercados en abril. Los precios de los bonos cayeron fuertemente, a la vez que la prima de riesgo llegó al entorno de los 600 puntos básicos (589 el viernes 25).

El exceso de demanda se puso en evidencia, en particular a partir del 20/4 y el BCRA vendió alrededor de 300/400 millones de dólares contado, además de importantes ventas a término, para equilibrar el mercado, admitiendo un suave deslizamiento de la cotización del dólar.

5.2. La mayor volatilidad alcanzó al comportamiento de los depósitos. Los mismos aumentaron 0,4% en abril respecto de marzo –como promedio mensual de saldos diarios–, correspondiendo a los depósitos privados un aumento de 1,1% y una declinación de 1,6% a los depósitos del gobierno (consistente con el módico resultado fiscal de abril). Mientras los depósitos a plazo fijo se mantenían constantes en abril, los transaccionales y las cajas de ahorro subían moderadamente (1,2% y 2,0% respectivamente).

Cuadro 5.1  
**DEPÓSITOS TOTALES Y PRÉSTAMOS TOTALES**  
(En miles de millones de pesos)

	2007				2008	
	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Abril
Depósitos en pesos	156,7	164,9	172,1	177,3	189,9	190,7
• Vista	44,6	47,1	44,6	46,5	48,2	49,0
• C Ahorro	28,9	31,0	32,9	35,5	36,5	36,9
• Plazo Fijo	72,9	75,5	82,1	80,6	92,9	92,8
• Otros	10,3	11,3	12,6	14,7	12,3	12,0
Depósitos. en USD	17,6	18,1	21,2	22,8	24,1	24,9
Depósitos Totales	174,3	183,0	193,3	200,1	214,0	215,6

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

5.3. Si se evalúa la situación de abril desde una perspectiva de mediano plazo, surge que el crecimiento de los depósitos había sido marcadamente lento en los últimos doce meses a marzo de 2008: 21,2%

Los depósitos a la vista habían crecido apenas 8,1% y los plazo fijo 27%. Pero, si se abren los depósitos con un criterio institucional, los plazos fijos del gobierno aumentaron 55,6% y los privados solamente 15,8% (mientras los vista del gobierno caían 34,5% y los privados subían 33,0%). En otros términos, se observó una suerte de cruce, tal que el gobierno transfirió recursos de depósitos vista a plazo fijo y los privados operaron en sentido contrario.

En balance y a modo de síntesis corresponden dos comentarios:

a) Desde una perspectiva de mediano plazo **el crecimiento de los depósitos es débil en una economía que crece al 8% anual y con una inflación del 20%.**

b) **Los depósitos a plazo fijo privados están virtualmente estancados desde hace cerca de un año.** El aumento del primer trimestre del 2008 se explica por motivos estacionales e institucionales (colocaciones de inversores institucionales en un contexto de caída de precios de bonos). El hecho es que, desde fines de febrero, están “clavados”. Ello se asocia con el hecho de que la tasa de interés está excesivamente baja (8% anual para depositantes minoristas, 8,5% Badlar bancos privados) para un contexto de inflación creciente que en el primer trimestre del año roza el 18,3% anualizado en el caso del IPC–Teórico desarrollado en 3.3.

**5.4.** La Base Monetaria cayó levemente en abril (0,8%) y lo propio ocurrió con los Pasivos Monetarios Amplios. En rigor, la tendencia se observaba ya desde fines de febrero y quedaba disimulada por el método de cálculo en promedio mensual. De todas maneras, el crecimiento interanual a marzo es de 24,9% en el caso de la Base y 19,9% en el de los Pasivos Monetarios.

**Cuadro 5.2**  
**BASE MONETARIA Y PASIVOS MONETARIOS**  
(En miles de millones de pesos, promedio mensual de saldos diarios)

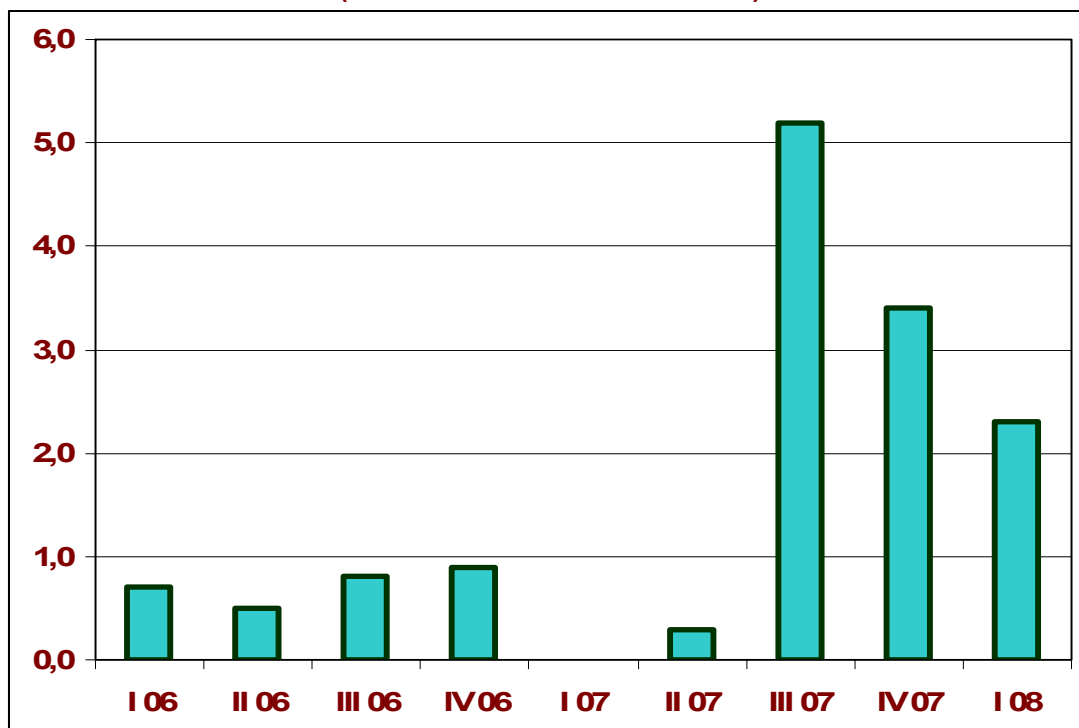
	2007				2008	
	Marzo	Junio	Septiembre	Diciembre	Marzo	Abril
1. Base Monetaria	78,4	83,6	87,8	96,3	<b>97,9</b>	<b>97,2</b>
1.1 Circul. en Público	53,2	56,3	59,3	63,7	65,2	65,8
1.2 Encajes	25,2	26,7	28,5	32,6	34,5	31,4
2. Pases Pasivos	4,1	3,0	2,5	2,5	8,3	7,9
3. Lebac+Nobac	53,7	60,3	59,2	52,8	57,0	57,3
4. Pasivos Monetarios	136,2	146,9	149,5	151,6	<b>163,2</b>	<b>162,4</b>
5. Reservas Internac.	35,9	41,9	42,9	45,7	<b>50,0</b>	<b>50,3</b>

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

**Las cifras de abril sugieren que se está agotando el impulso del sector externo como agente de expansión monetaria que requiere la neutralización vía Pases o Lebac.** De hecho, el stock de Pases + Lebac pasó de 57,8 miles de millones en marzo 2007 a 65,3 miles de millones en marzo 2008 (12,3%). En realidad, en el primer cuatrimestre de 2008 el BCRA compró 2,3 miles de millones de dólares, frente a 5,2 miles de millones de igual período del 2007, es decir un 60% menos. Aun cuando el Tesoro efectuó compras con recursos genuinos por un monto mayor este año que en 2007, ello no alcanza a explicar la brecha entre ambas cifras.

El Balance Cambiario del primer trimestre (la caja del Balance de Pagos) arrojó una Cuenta Corriente superavitaria de 3,6 miles de millones de dólares (algo mayor al de 2007) y una Cuenta de Capital virtualmente neutra, luego de dos trimestres consecutivos de ser deficitaria. **Pero este último resultado también se debe a movimientos institucionales y encubre lo que es la contrapartida del lento crecimiento de los depósitos privados: un aumento en la formación neta de activos de argentinos en el exterior.**

**FORMACIÓN NETA DE ACTIVOS EN EL EXTERIOR  
SECTOR PRIVADO NO FINANCIERO  
(En miles de millones de dólares)**



Se advierte el pico del tercer trimestre de 2007, con 5,2 miles de millones, en descenso en los siguientes dos trimestres, pero superando ampliamente los niveles de 2006 (el valor del primer trimestre de 2007 es cero).

## 6. SECTOR EXTERNO

6.1. En el cuadro adjunto se desarrolla la evolución de Exportaciones e Importaciones en el curso 2007 y en el primer trimestre de 2008.

**Cuadro 6.1**  
**BALANZA COMERCIAL**  
**Evolución mensual**  
(En millones de dólares y tasas de variación interanual)

	Exportaciones FOB			Importaciones CIF			Saldo Balanza comercial	
	2007	2008	08/07 (%)	2007	2008	08/07 (%)	2007	2008
Enero	3.389	5.639	66,4	2.951	4.475	51,6	438	1.164
Febrero	3.585	5.189	44,7	2.791	4.207	50,7	794	982
Marzo	4.170	4.961	19,0	3.422	4.160	21,6	748	801
<b>Trim. I</b>	<b>11.145</b>	<b>15.789</b>	<b>41,7</b>	<b>9.164</b>	<b>12.842</b>	<b>40,1</b>	<b>1.980</b>	<b>2.947</b>
Abril	4.297			3.061			1.236	
Mayo	4.850			3.542			1.308	
Junio	4.519			3.579			940	
<b>Trim. II</b>	<b>13.666</b>			<b>10.182</b>			<b>3.484</b>	
Julio	4.611			4.126			485	
Agosto	4.919			4.606			313	
Setiembre	4.817			3.963			854	
<b>Trim. III</b>	<b>14.347</b>			<b>12.695</b>			<b>1.652</b>	
Octubre	5.525			4.401			1.125	
Noviembre	5.412			4.385			1.027	
Diciembre	5.685			3.881			1.804	
<b>Trim. IV</b>	<b>16.622</b>			<b>12.667</b>			<b>3.956</b>	
<b>Total año</b>	<b>55.780</b>			<b>44.707</b>			<b>11.072</b>	

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

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, *Intercambio Comercial Argentino*, Cuadro 1 (24-4-08).

Las exportaciones del primer trimestre llegaron a 15.789 millones<sup>1</sup>, lo cual implica un extraordinario incremento de 41,7% respecto de igual período del año anterior, que constituyó un relativamente bajo punto de comparación. Dicha tasa fue decreciendo mes a mes, como también los valores absolutos exportados, a la inversa de lo ocurrido en 2007.

**Esto puede atribuirse tanto al adelanto de embarques de cereales y oleaginosas en enero-febrero (en un contexto de elevados precios) y a la menor cantidad de días hábiles de marzo, según lo destaca la información oficial, como a la modificación del régimen de retenciones y al consiguiente paro agropecuario que afectó los mercados en marzo.**

Por otro lado, las importaciones se incrementaron 40,1% en el primer trimestre –tasa superada particularmente por la de las exportaciones– en línea con el 37,0% del cuarto trimestre del año pasado. También fueron decreciendo mes a mes en valores absolutos y en tasas interanuales.

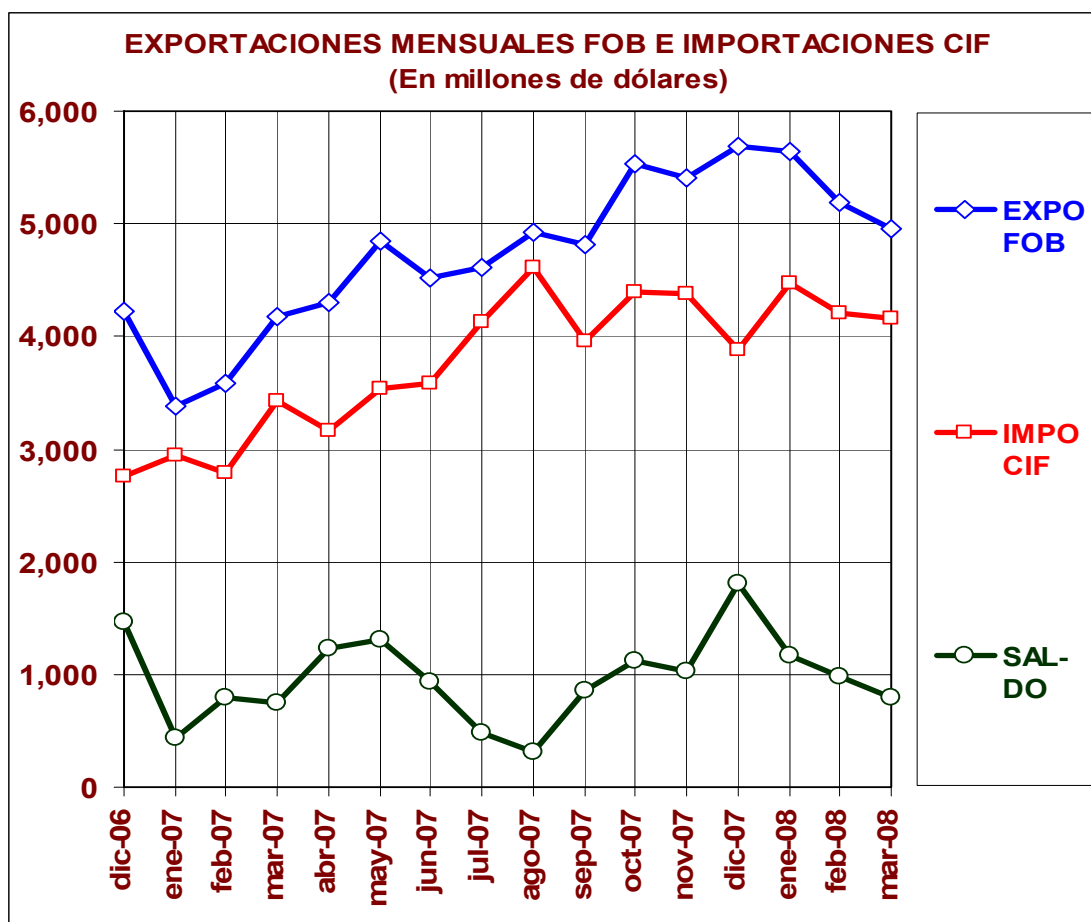
<sup>1</sup> En la presente sección, cuando se dice “millones” debe entenderse “millones de dólares”.

**En marzo solamente crecieron 21,6%, con todos los rubros en ese orden de magnitud (excepto Combustibles y Automotores), no pudiendo descartarse la alta base de comparación, el ya mencionado efecto de la menor cantidad de días hábiles, la incertidumbre generada por el paro agropecuario, problemas de embarques, etc.**

El saldo de la Balanza Comercial fue de 2.947 millones, superando en 967 millones al del primer trimestre del año pasado, dentro del referido proceso de disminución mensual. Pero, independientemente de picos y valles, el saldo comercial promedio de los últimos cinco trimestres fue de 935 millones.

**Debe recordarse que, como se planteó en el anterior Informe Mensual, la expectativa es que en el corriente año las exportaciones aumenten al 22% (68 millones FOB) y las importaciones lo hagan al 28%, mitigándose las más elevadas tasas de crecimiento de comienzos del año.**

6.2. El gráfico permite apreciar visualmente el comportamiento de estas variables en el curso de 2007 y el comienzo del presente, lo cual puede poner en perspectiva la evolución en 2008.



Las exportaciones evolucionaron positivamente hasta alcanzar el pico de diciembre de 2007, en un contexto de precios agrícolas en alza. Independientemente de los factores estacionales, exportaciones por 68 millones en 2008 implica que los valores se mantengan levemente por encima de los del primer trimestre, lo que significa tasas de crecimiento interanuales en descenso al ir enfrentando bases de comparación más elevadas.

Las importaciones mostraron dos tramos diferentes: un fuerte avance en 2007 hasta llegar al pico de agosto, debido a las compras de combustibles para paliar la crisis energética; luego continuaron moviéndose en el entorno de los 4.200 millones mensuales.

**La Balanza Comercial tuvo picos y valles, destacándose la brusca baja invernal del saldo comercial en julio-agosto. La magnitud de este efecto es una de las incógnitas del corriente año, junto con la evolución de los precios de *commodities*, el tema de las retenciones, las restricciones cuantitativas para algunos productos, entre otras, que en última instancia afectarán el saldo de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos.**

En este sentido, en el primer trimestre la denominada Balanza Energética, compuesta por exportaciones de Combustibles y energía menos importaciones de Combustibles y lubricantes, resultó positiva en 1.679 millones (2.093 menos 414); en igual período de 2007 el saldo había sido de 1.395 millones (1.724 menos 329). Es decir que en lo que va del corriente año se produjo una mejora de 254 millones, generado porque las exportaciones crecieron 369 millones y las importaciones 85 millones.

- 6.3.** En el cuadro que se adjunta son analizados los denominados “efecto precio” y “efecto cantidad” en el intercambio comercial del primer trimestre.

**Cuadro 6.2**  
**EXPORTACIONES e IMPORTACIONES Trim. I 2008**  
(En millones de dólares, participación y variación interanual)

	Trim. I 2008		Trim. I 2008/Trim. I 2007		
	Valores (millones)	Estructura (%)	Valores (%)	Precios (%)	Volúmenes (%)
<b>Exportaciones por grandes rubros</b>	<b>15.789</b>	<b>100,0</b>	<b>42</b>	<b>31</b>	<b>8</b>
Productos Primarios	3.762	23,8	75	53	14
Manufac. de origen agropecuario (MOA)	5.383	34,1	49	42	5
Manufacturas de origen industrial (MOI)	4.551	28,8	24	7	16
Combustibles y energía	2.093	13,3	21	63	-26
<b>Importaciones por uso económico</b>	<b>9.164</b>	<b>100,0</b>	<b>40</b>	<b>10</b>	<b>28</b>
Bienes de Capital	2.176	23,7	50	1	48
Bienes Intermedios	3.287	35,9	39	26	10
Combustibles y lubricantes	329	3,6	26	53	-17
Piezas y accesorios para bienes de capital	1.679	18,3	31	2	29
Bienes de Consumo	1.053	11,5	35	5	35
Vehículos automotores de pasajeros	613	6,7	54	Consumo + Automotores	
Resto	27	0,3	-15		

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, ICA, Cuadros 4 y 6 (24-4-08).

En el incremento de las exportaciones sigue predominando el efecto precio con 31% de aumento, para un avance de 8% en volúmenes; esto se da tanto en Productos Primarios como en MOA, con 53% y 42% de mejora en precios, respectivamente, lo cual resalta la importancia crucial de este tema. Debe destacarse que en la actualización de las proyecciones para 2008, incluidas en el anterior Informe Mensual, se postulaba que las exportaciones crecerían en volumen físico en el orden de 7%.

En las importaciones también continúa el predominio del efecto cantidad, 28% en volumen para un avance total en valores de 40%. El impulso provino de Bienes de Capital, Piezas y accesorios y Bienes de Consumo. Esto significa que la elasticidad-ingreso de las importaciones se ubicaría en el nivel 2,6, similar al de 2007, pero ambos registros superando a los de 2005 y 2006 (1,8 y 2,0, respectivamente).

**Pero, además del incremento de precios de Combustibles en las importaciones del primer trimestre, no puede dejar de señalarse el de Bienes Intermedios. Este rubro, con una ponderación de 36% en el total importado, recoge un aumento de 26% en precios, con la mayor presión consiguiente en los costos empresarios y en la inflación.**

En el mes de marzo en especial, el referido incremento de 19% en las exportaciones se integró con una mejora de 31% en precios y una baja de 9% en cantidades. En dicha baja la mayor contribución, considerando su elevada participación relativa, provino de Productos Primarios y MOA, con descensos de 20% y 17%, respectivamente, más que compensadas con mejores precios (40% y 48% en cada caso). Este descenso es atribuible en primera instancia al paro agropecuario y a los demás factores mencionados en 6.1.

## ANEXO ESTADÍSTICO

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

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

Fuente: INDEC.

(1) Serie con estacionalidad Base 2004 = 100.

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

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

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

Año	Mes	Construcción (ISAC)		Servicios públicos (ISSP)	
		Mensual % (1)	Anual % (2)	Mensual % (1)	Anual % (2)
2007	Marzo	-4,1	-0,4	1,1	11,6
	Abril	3,5	3,4	0,2	9,4
	Mayo	6,4	7,1	1,3	10,0
	Junio	1,2	5,7	2,8	12,4
	Julio	-1,9	5,1	-1,8	10,5
	Agosto	2,3	7,7	4,0	13,9
	Septiembre	-5,1	0,4	3,2	17,0
	Octubre	3,8	12,7	0,7	16,4
	Noviembre	2,1	8,8	2,6	18,0
	Diciembre	-1,8	10,4	0,7	18,0
2008	Enero	2,4	13,5	3,0	21,1
	Febrero	0,3	13,1	-2,3	20,7
	<b>Marzo</b>	<b>-0,9</b>	<b>6,9</b>	<b>0,5</b>	<b>13,8</b>

Fuente: INDEC.

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

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

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

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

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

Año	Mes	Sector privado		Sector público	Nivel general	
		Registrado	No registr.		Índice	Mens. % (1)
2007	Febrero	230,13	167,35	147,87	193,01	1,18
	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
<b>Febrero</b>		<b>276,28</b>	<b>209,40</b>	<b>192,89</b>	<b>238,01</b>	<b>2,02</b>

Fuente: INDEC.

Índice Base Trimestre IV 2001 = 100.

Encuesta en el sector privado registrado; EPH en el no registrado; información en el sector público. Ponderaciones: 50,16% – 19,93% y 29,91%, respectivamente.

(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	Febrero	98,31	109,97	464,50	99,82
	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
<b>Febrero</b>		<b>110,89</b>			

(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	Abril	84.700	37.560	226
	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
	<b>Abril (1)</b>	<b>105.100</b>	<b>50.000</b>	<b>210</b>

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	Inflación Minorista (IPC-GBA)
2007	Abril	2,7	2,0	1,5	0,7
	Mayo	2,1	3,1	2,3	0,4
	Junio	0,5	1,5	1,9	0,4
	Julio	4,2	3,7	2,9	0,5
	Agosto	0,1	-0,5	1,3	0,6
	Septiembre	0,7	-2,5	0,8	0,8
	Octubre	-0,3	-0,2	1,3	0,7
	Noviembre	0,9	1,0	0,8	0,9
	Diciembre	7,9	3,9	3,2	0,9
2008	Enero	5,9	7,0	3,5	0,9
	Febrero	0,5	-2,9	1,6	0,5
	Marzo	0,8	-1,0	0,9	1,1
	<b>Abril (1)</b>	<b>-1,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,6</b>	

Fuente: elaboración propia sobre información del BCRA.

Tasa mensual de variación, calculada a partir de promedios mensuales de saldos diarios.

(1) Estimación preliminar propia.

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

<b>Años</b>	<b>Períodos</b>	<b>Tipo de cambio \$/USD actualizado (1)</b>	<b>Tipo de cambio multilateral real (2)</b>
1986 –1988	Promedio	4,00	<b>2,43</b>
1989	Mayo	14,33	6,37
1989	Anual	<b>6,43</b>	<b>3,69</b>
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	Provisorio 3,07
	Marzo	3,20	Provisorio 3,15
	<b>Abril</b>	<b>3,16</b>	

- (1) *Elaboración propia, sobre la base de tipos de cambio nominales peso/dólar de Boletín Informativo Techint (fin de mes, promedio compra-venta). Valores mensuales desde enero de 2002, sobre base propia. Los valores del último trimestre son los observados a fin de dichos períodos. Las cifras 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.*