

## SUMARIO INTERACTIVO

*Si se hace clic en uno de los siguientes renglones del Sumario o bien en el título en azul de algún cuadro resumen, se pasa automáticamente a la correspondiente sección. Para retornar al Sumario Interactivo debe hacerse clic en el título en azul de la sección que se estaba consultando.*

<b>SÍNTESIS EJECUTIVA</b>	<b>3</b>
<b>EXECUTIVE SUMMARY</b>	<b>4</b>
<b>1. EL CONTEXTO GENERAL</b>	<b>5</b>
<b>2. NIVEL DE ACTIVIDAD</b>	<b>13</b>
<b>3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN</b>	<b>18</b>
<b>4. FINANZAS PÚBLICAS</b>	<b>20</b>
<b>5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO</b>	<b>22</b>
<b>6. SECTOR EXTERNO</b>	<b>24</b>
<b>ANEXO ESTADÍSTICO</b>	<b>29</b>

## CUADROS RESUMEN

### 1. EL CONTEXTO GENERAL

Los datos macroeconómicos referidos al año 2009 y el primer semestre de 2010 indican que el ciclo de receso y recuperación, hasta ahora, tuvo la forma de la “U” abierta, más veloz en Estados Unidos y más lento en Unión Europea, todo con el marco de un mundo emergente creciendo a tasas elevadas. Una condición clave de la recuperación de la economía mundial, más allá del ciclo, que permite el crecimiento a una tasa compatible con la expansión de los factores de producción y de la tecnología, es un restablecimiento del crédito.

En el plano local se ha ingresado en un trimestre crucial en relación al comportamiento de las expectativas inflacionarias. Por un lado, la capacidad de gasto inyectado por el pago del medio aguinaldo; por otro, la estacionalidad de algunos productos frescos. Como aspectos más estructurales: aumentos salariales, surgimiento de algunos cuellos de botella, entre otros. Por todas estas cuestiones, el contexto es más proclive a la convalidación de tensiones inflacionarias que el predominante un año atrás.

## **2. NIVEL DE ACTIVIDAD**

El Índice de Producción Industrial (FIEL) refleja un crecimiento de 10,8% al comparar el primer semestre del año en curso con igual período de 2009. Sectorialmente se advierte una significativa dispersión, ocupando los dos primeros puestos Automotores y Siderurgia (58,2% y 33,8%, respectivamente), en tanto que los dos últimos corresponden a Cigarrillos y a Alimentos y bebidas, con -2,1% y -0,9% en cada caso.

De acuerdo con INDEC, la utilización de la capacidad instalada en la industria fue de 77% en el segundo trimestre de 2010 (71% en el mismo período del año pasado), con varios sectores en el entorno del 85%. El contexto es el de una demanda creciente frente a limitaciones en la oferta, lo cual significa un factor adicional impulsor de la inflación. En materia de inversiones para incrementar la capacidad instalada, los proyectos continúan siendo de tamaño medio y de repago cercano, según una reciente encuesta realizada por Ernst & Young.

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

El tema de los proyectos en tratamiento parlamentario, que en líneas generales proponen llevar el haber previsional al 82% del SMVM, puede encararse desde el enfoque de los flujos y de los stocks. En el primer caso, ANSES viene registrando desequilibrios financieros desde el punto de vista del resultado previsional, dado que los aportes y contribuciones fueron inferiores a los beneficios otorgados. En cuanto a los stocks, debe tenerse en cuenta que una parte sustancial del Fondo de Garantía para sustentabilidad previsional está invertido en títulos públicos –financiamiento del gobierno nacional– y en proyectos productivos de infraestructura.

Ante esta circunstancia aparece como alternativa el análisis técnico del Presupuesto 2010, proyectando gastos y recursos sobre bases de cálculo consistentes con la proyección de las variables macroeconómicas, fijando prioridades y reasignando partidas de gastos, particularmente disminuyendo la aplicación de fondos destinados a subsidios no focalizados.

## **4. FINANZAS PÚBLICAS**

En el mes de junio se ratifica la tendencia a una aceleración en el ritmo de crecimiento de los ingresos fiscales que ya se venía observando en los tres meses previos, lo que se atribuye a la recuperación del nivel de actividad, la dinámica de la tasa de inflación y el crecimiento de los tributos asociados al comercio exterior (retenciones a las exportaciones y derechos a las importaciones, así como el IVA Aduana).

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

En el tema de la elevación de encajes, que se argumenta tiende a compensar el impacto monetario del traspaso al Tesoro de las utilidades del Banco Central, deben clarificarse algunos conceptos: las utilidades transferidas tienen impacto monetario pleno en la medida que se usen; parte se aplican al pago de intereses, de manera que se mitiga el referido impacto; una suba de encajes genera la caída del stock de Lebac y Nobac en mano de los bancos, lo cual neutraliza el objetivo de control monetario; se encarecerá aún más la administración del sistema de pagos para los bancos.

## **6. SECTOR EXTERNO**

Las exportaciones del primer semestre crecieron 18% en términos interanuales, en tanto que las importaciones lo hicieron al 43%. El saldo comercial acumulado en ese período se ubicó en 7.491 millones de dólares, inferior en 2.520 millones al de igual período de 2009. En particular, las exportaciones del mes de junio último están en el mismo orden que las de abril–mayo de 2008; las importaciones de junio están en similar nivel que abril–junio y agosto–octubre de 2008.

Los principales granos (soja, trigo y maíz) estuvieron mostrando una mejora progresiva en el mes de julio, semana a semana, correspondiendo la mejor performance a trigo. La soja se recuperó luego del período febrero–junio de 2010 en que denotó cierto estancamiento, mientras que trigo y maíz interrumpieron el tramo descendente iniciado en diciembre de 2009.

## SÍNTESIS EJECUTIVA

- ¿La economía mundial retomará su tasa de crecimiento de largo plazo (3,5% anual según la paridad del poder adquisitivo, 2,7% según PBI a precios de mercado) o caerá en una “W”? Esta pregunta confronta posiciones optimistas y pesimistas. Las primeras se basan en cuatro factores: las economías de escala que genera el crecimiento, la tendencia histórica de los países menos desarrollados a converger al PBI per cápita de los más desarrollados, el efecto de la globalización sobre crecimiento del comercio y el aumento del ahorro mundial. A su turno, los pesimistas enfatizan en la destrucción de riqueza que produjo la crisis y el cuadro fiscal.
- La hipótesis optimista es consistente con: i) dólar revaluado frente al euro y devaluado frente al yuan; ii) tasas de interés nominales y reales muy bajas; iii) crecimiento del comercio mayor al del PBI mundial; iv) precios de *commodities* en los niveles superiores a los de principios de la década. En este escenario y asumiendo condiciones internas propicias y políticas macroeconómicas prudentes, la Argentina podría crecer 6,5% en el año 2010 y 4,5% en 2011.
- En el primer semestre de 2010 las importaciones crecieron 43% respecto de 2009, reduciéndose el superávit de la cuenta corriente del Balance de Pagos (de 6,2 a 2,9 miles de millones de dólares), pese al aumento de 18% en las exportaciones. A pesar de este salto, el PBI de 2010 será 3,5% mayor al de 2008, con un nivel de importaciones medido en volumen físico 6,8% más bajo. Ello indica un perfil del gasto interno menos intensivo en importaciones, lo que es consistente con más consumo (sesgado hacia bienes internos), más gasto público y menos inversión, en términos relativos. Alguna sustitución en la oferta y cuestiones regulatorias completan el cuadro.
- El crecimiento de la recaudación en el segundo trimestre, que derivó en un aumento de 37,8% en los recursos “normales” del sector público y una desaceleración del gasto de capital, permitieron una mejora del resultado financiero corregido de ingresos extraordinarios de ese período (-2,5 miles de millones de pesos), tanto versus el primer trimestre del año (-5,1 miles de millones) como del segundo de 2009 (-6,7 miles de millones).

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

## EXECUTIVE SUMMARY

- Will the world economy resume its long-term growth rate (3.5% per year according to purchasing power parity, 2.7% according to GDP at market prices) or fall into a “W”? This question confronts optimistic and pessimistic positions. The first are based on four factors: economies of scale that generate growth, the historical trend for less developed countries to converge the capita GDP of the most developed ones, the effect of globalization on trade growth and the increase of savings in the world. In turn, the pessimists emphasize the destruction of wealth that produced the crisis and the fiscal picture.
- The optimistic hypothesis is consistent with: i) revalued dollar against the euro and depreciated against the yuan; ii) very low nominal and real interest rates; iii) trade growth higher than global GDP; iv) commodity prices in levels above those early in the decade. In this scenario and assuming favorable domestic conditions and prudent macroeconomic policies, Argentina could grow 6.5% in 2010 and 4.5% in 2011.
- In the first half on 2010 imports grew 43% over 2009, reducing the current account surplus in the Balance of Payments (from 6.2 to 2.9 billion dollar), despite a 18% increase in exports. In spite of this jump, the GDP of 2010 will be 3.5% higher than 2008, with a level of imports 6.8% lower measured in volume. This indicates a profile of less intensive domestic spending on imports, which is consistent with more consumption (biased toward domestic goods), more public expenditure and less investment, in relative terms. Some substitution in supply and regulatory issues complete the picture.
- The increase in revenue in the second quarter, which resulted in an 37.8% increase in “normal” resources of the public sector and a slowdown in capital spending, allowed an improvement of the corrected financial results minus extraordinary income in that period (-2.5 billion Argentine pesos), both versus the first quarter (-5.1 billion) as in the second quarter of 2009 (-6.7 billion).

## 1. EL CONTEXTO GENERAL

- 1.1. En el Informe Mensual número 245 se delinearon las distintas posiciones en las cuales se divide el pensamiento de los economistas, respecto de las medidas a implementar en las economías desarrolladas, de cara a la crisis financiera internacional.

**Los datos macroeconómicos referidos al año 2009 y el primer semestre de 2010 indican que el ciclo de receso y recuperación, hasta ahora, tuvo la forma de la “U” abierta, más veloz en Estados Unidos –donde el ciclo fue más corto que hubiera hecho prever la historia, en parte por el impulso que significó el paquete fiscal– y más lento en Unión Europea, todo con el marco de un mundo emergente creciendo a tasas elevadas.**

Un aspecto que aún no ha sido discutido en la distinta tipología de la crisis en uno y otro lado del Océano Atlántico es el siguiente: en Estados Unidos, detrás de la crisis, hubo un problema de crédito del sector privado (además de la cuestión del excesivo apalancamiento), mientras que en Unión Europea el problema es fiscal y de productividad. Salvando las distancias, lo ocurrido a Estados Unidos guarda parecido con la Argentina de la “tablita” (1978–1981); y, lo ocurrido en Unión Europea, con la Argentina de la ruptura de la Convertibilidad. Claro que coexistiendo ambas y retroalimentándose.

**Cuadro 1.1**  
**CRECIMIENTO MUNDIAL POR REGIÓN**  
(Tasas medias de variación %)

	1980-89	1990-99	2000-07	2008	2009	2010	2011
PBI Mundo (PPA) (1)	3,4	3,0	4,2	3,0	-0,6	4,2	4,3
Economías avanzadas	2,9	2,3	2,4	0,5	-3,2	2,3	2,4
Estados Unidos	2,7	2,4	2,6	0,4	-2,4	3,1	2,6
Área Euro	2,3	2,0	1,9	0,6	-4,1	1,0	1,5
Japón	3,8	1,5	1,8	-1,2	-5,2	1,9	2,0
Otras avanzadas	4,5	3,5	3,2	1,2	-2,3	3,0	3,4
Economías en desarrollo	4,3	5,3	6,4	6,1	2,4	6,3	6,5
Asia Emergente	7,0	7,0	7,8	7,9	6,6	8,7	8,7
Latinoamérica	2,2	3,2	3,1	4,3	-1,8	4,0	4,0
Europa Emergente.	----	1,0	4,5	3,0	-3,7	2,8	3,4
PBI Mundo (mercado) (2)	2,4	2,6	3,0	1,8	-2,0	3,2	3,4

(1) Paridad del poder adquisitivo.

(2) Tipo de cambio de mercado.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del FMI.

- 1.2. Desde una perspectiva de largo plazo, las opiniones están divididas entre optimistas y pesimistas. Los optimistas argumentan cuatro puntos, algunos de base teórica y otros empíricos.

- a) **El mundo crece cada vez más rápido** porque el crecimiento libera fuerzas que generan economías de escala y permiten reducir costos y/o aumentan la productividad. La tecnología, los descubrimientos, la economía de redes, todo ello produce cambios en las formas de producción y distribución que permiten agregar valor.
- b) **La teoría de la convergencia**, que postula que en el largo plazo el PBI per cápita de las economías de menor desarrollo relativo converge al de las economías de mayor desarrollo, cuando funcionan los incentivos adecuados ha demostrado ser correcta. Ese fue el caso de Estados Unidos en el siglo XIX y XX, de Canadá y Australia en las primeras décadas del siglo XX y del Sudeste Asiático luego; hoy parece ser el turno de China. Los países emergentes, combinando factores abundantes (mano de obra) con tecnología y management de las economías desarrolladas, triplican las tasas de crecimiento de éstas. Si además son sociedades austeras (gran capacidad de ahorro) ello se potencia vía inversión y exportaciones, lo cual explica la diferencia entre emergentes asiáticos y latinoamericanos.
- c) **El impacto de la globalización sobre los flujos comerciales** y el crecimiento del comercio mundial con una elasticidad mayor a uno respecto del crecimiento del PBI real mundial.

**Cuadro 1.2**  
**LA GLOBALIZACIÓN, EL CRECIMIENTO Y EL COMERCIO**  
(Tasas medias de variación %)

	1970-1979	1980-1989	1990-1999	2000-2009	2010	2011
PBI Mundo (PPA) (1)	---	3,4	3,0	3,2	4,2	4,3
Economías avanzadas	3,4	2,9	2,7	1,7	2,3	2,4
Economías en desarrollo	5,8	4,3	3,2	6,0	6,3	6,5
PBI Mundo (mercado) (2)	3,8	2,8	2,4	2,5	3,2	3,4
Comercio, en volumen	7,5	4,4	6,5	4,0	7,0	6,1
Comercio, en valor	18,5	7,0	6,5	7,5	14,0	8,1

(1) Paridad del poder adquisitivo.

(2) Tipo de cambio de mercado.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del FMI.

- d) **El crecimiento del volumen de ahorro mundial** –en el margen– sobre la base de que los países de más rápido crecimiento son, a su vez, los que tienen tasas de ahorro más altas. En rigor, como se observa en Cuadro 1.3, existen profundos desbalances en el esquema ahorro–inversión a escala mundial tanto por el lado del primero como del segundo. Entre los países con bajas tasas de ahorro se destacan Estados Unidos y Europa Emergente, mientras Unión Europea y Latinoamérica están en una situación intermedia frente a las elevadas tasas de Asia Emergente (incluye China), Medio Oriente y Asia industrializada (Corea del Sur y Taiwán entre otras). En los países con bajas tasas de inversión respecto al promedio se encuentran Estados Unidos, Unión Europea y Latinoamérica.

**Cuadro 1.3**  
**2008: AHORRO-INVERSIÓN**  
(En % del PBI)

	<b>Ahorro</b>	<b>Inversión</b>	<b>Cta. Cte.</b>	<b>% en PBI mundial</b>
Estados Unidos	12,6	18,2	-4,9	20,5
Unión Europea	21,3	22,0	-0,8	15,2
Alemania	25,9	19,2	6,7	4,0
Japón	26,8	23,6	3,2	6,0
Asia industrializada	32,8	27,8	4,9	3,7
Economías Emergentes	33,7	29,9	3,8	46,1
Asia Emergente	43,9	38,2	5,7	22,5
Medio Oriente	42,4	26,8	15,5	5,0
África Subsahariana	23,8	22,1	0,9	2,4
Latinoamérica	22,8	23,4	-0,6	8,5
Europa Emergente	16,9	24,8	-7,8	3,5
Rusia	30,8	26,0	4,8	4,3

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del FMI.

En resumen, concluyen los optimistas, apoyándose en estos cuatro argumentos, hay razones fundadas para asumir que la economía mundial recuperará un ritmo de crecimiento similar o más alto que en el pasado.

- 1.3.** En la vereda de enfrente, la visión de los pesimistas sostiene que **históricamente las crisis financieras han implicado una destrucción de riqueza** que demora la vuelta al sendero de crecimiento de largo plazo, citando como ejemplo a Japón de las últimas dos décadas.

En segundo lugar, los pesimistas advierten, con cierta cuota de fatalismo, la incapacidad o imposibilidad de las economías europeas de corregir sus déficits de competitividad y de encarar los problemas fiscales de largo plazo.

- 1.4.** Desde una perspectiva de coyuntura, en las economías desarrolladas y particularmente en Estados Unidos, existe una brecha entre el PBI potencial y el PBI real (o sea, recursos productivos no ocupados) que permitiría una expansión sin presiones inflacionarias. Claro que el ingreso de pleno empleo al que podría regresar la economía estadounidense debería ser cualitativamente diferente del existente en el año 2007, con un sesgo mayor hacia la exportación e inversión y menor hacia el consumo.

De todas maneras, **la condición clave de la recuperación de la economía mundial**, más allá del ciclo, que permite el crecimiento a una tasa compatible con la expansión de los factores de producción y de la tecnología, **es un restablecimiento del crédito** (en rigor, la cantidad de dinero debe aumentar al menos al mismo ritmo que el PBI nominal). En las actuales circunstancias de incertidumbre y desintermediación, con un multiplicador monetario muy por debajo de su valor histórico, solamente un alto nivel de Base Monetaria mitiga los riesgos de una recesión. Desde esta perspectiva, debe interpretarse la política monetaria de Estados Unidos, el nivel de la tasa de interés y, seguramente, la persistencia del *quantitative easing*.

1.5. Este escenario, donde la hipótesis optimista podría prevalecer sobre la pesimista, implica lo siguiente:

- a) **Un euro devaluado respecto del dólar y el dólar devaluado respecto del yuan.**
- b) **Tasas de interés nominales y reales extremadamente bajas.** Ello es crucial para el costo del capital, en particular para economías que, como la Argentina, deben realizar proyectos muy intensivos en capital.
- c) **El crecimiento del comercio mundial (medido en volumen físico) mayor al crecimiento del PBI real.**
- d) Precios de *commodities* similar a los actuales.

1.6. Mientras el mundo se debate entre estas visiones contrapuestas, el escenario externo durante la transición hacia el año 2011 para la Argentina sería entre neutro y moderadamente favorable, en la medida que se cumplan las proyecciones de los optimistas y, sobre todo, si las condiciones internacionales de liquidez mejoran gradualmente.

En ese sentido, dos cuestiones podrían motivar dudas: i) el impacto sobre la Argentina de un deterioro significativo de la cuestión internacional (y ello en rigor se percibiría en los índices de riesgo de todos los países emergentes y en particular de América Latina); ii) el efecto de la transición política y el valor presente, para los agentes económicos, de los cambios que la administración que asumirá a fines de 2011 introducirá en la agenda la política económica nacional.

**En ese marco, y en la medida que el mundo regrese a su sendero de crecimiento de largo plazo, en términos de tasa de crecimiento en la Argentina también debería convergerse a lo que ha sido su promedio histórico de largo plazo, o quizás levemente por encima, en el entorno del 4%–4,5% anual, sin incurrir en demasiados riesgos (por caso, de presiones inflacionarias o cuellos de botella en sectores clave).**

Luego de la fuerte caída del año 2009 del orden de 2,5% a 4% según estimaciones privadas (como promedio anual, dado que entre puntas la economía creció), en 2010 crecería en el entorno de 6,5%. De esta manera, el PBI de 2010 será 2%–4% superior al de 2008, cuando, si hubiera crecido a su tasa de largo plazo, en ese lapso debería ser 5%–6%. Esta pequeña brecha es la que justificaría en el año 2011 un crecimiento algo superior al de largo plazo por el lado de la oferta agregada.

Tasas mayores implicarían cuellos de botella más significativos, considerando que la baja inversión neta del período 2008–2009 no ha permitido solucionar dichas restricciones.

- 1.7. Por otro, la demanda externa dependiente de las condiciones del mundo, en el escenario optimista más arriba descrito **permitiría asegurar para el año entrante un crecimiento de las exportaciones de entre 6% y 9% en volumen físico**. Para que ello traccione sobre la demanda interna, vía multiplicador, en economías abiertas la salida neta de capitales privados debería mantenerse en niveles mínimos; debe tenerse en cuenta que los pagos de deuda a no residentes absorben parte del superávit de la cuenta corriente del Balance de Pagos que subyace detrás de ese escenario externo (y climático interno positivo).

De esta manera será financiable un crecimiento de las importaciones compatible con un aumento del PBI en 2011 del orden del mencionado en el punto 1.6. Condiciones externas adversas o un marco de expectativas internas menos favorable (que alentara salidas de capitales privados) obligaría a una corrección a la baja.

- 1.8. En el corto plazo, las condiciones macroeconómicas internas no se han modificado respecto de las prevalecientes en el primer semestre del corriente año.
- a) La actividad económica crece a tasas elevadas, 8,4% si se considera a los primeros cinco meses del año respecto de igual período de 2008, por lo que el primer semestre podría cerrar con una variación de entre 8,5% y 9% según los datos de INDEC. Ello sería consistente con el aumento de 10,8% que arroja el Índice de Producción Industrial del FIEL para el semestre, algo por encima del 9,5% de aumento que registra el Estimador Mensual Industrial elaborado por INDEC (*véase la sección 2.*). Ello, sin perjuicio de cierta desaceleración que arroja la comparación junio–marzo.
  - b) La recuperación de la confianza del consumidor motoriza en parte el crecimiento del consumo. Según el Índice General de Expectativas Económicas elaborado por TNS Gallup–UCA, en junio pasado llegó al nivel 97 (febrero 2004=101), el más elevado desde abril 2008 (100) y 11 puntos porcentuales por encima de junio de 2009 (86).
  - c) **Las condiciones financieras facilitan la expansión del gasto privado, en un contexto de baja salida de capitales privados. Mientras en el primer semestre de 2009 la salida fue de 6,6 miles de millones de dólares (*véase el Cuadro 1.4*), se estima en 1,4 miles de millones la salida producida en igual período en 2010; la diferencia, 5,2 miles de millones, equivale a ritmo anual a 10,4 miles de millones alrededor de 3% del PBI, que está actuando como factor dinamizante de la economía.**
  - d) El gasto público, como se ha venido mencionando en los últimos meses, alimenta el gasto interno, más allá de que la economía se encuentre atravesando una etapa expansiva del ciclo económico.

**Cuadro 1.4**  
**EL BALANCE DE PAGOS EN EL PRIMER SEMESTRE**  
(En miles de millones de dólares)

	2010	2009		
	Semestre I	Semestre I	Semestre II	AÑO
1. Cuenta Corriente	2,9	6,2	5,3	11,5
1.1 Mercancías	8,7	10,7	7,8	18,5
• Exportaciones	32,3	27,4	28,3	55,7
• Importaciones	23,6	16,7	20,5	38,2
1.2 Servicios Reales	-0,8	-0,3	-0,4	-0,7
1.3 Rentas+Transferencias	-5,0	-4,2	(1) -2,1	(1) -6,3
2. Cuenta Capital+Errores y Omisiones	-1,4	-6,6	-3,5	-10,1
3. Variación Reservas	1,5	-0,4	1,8	1,4

(1) Incluye como valor positivo 2,8 miles de millones recibidos del FMI como contrapartida del aumento de capital.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Ministerio de Economía.

- 1.9.** Se ha ingresado en un trimestre crucial en relación al comportamiento de las expectativas inflacionarias. Por un lado, la capacidad de gasto inyectado por el pago del medio aguinaldo; por otro, la estacionalidad de algunos productos frescos. Como aspectos más estructurales, los aumentos salariales, el surgimiento de algunos cuellos de botella y el hecho de que los inventarios se han normalizado ante el fortalecimiento de la demanda interna. Por todas estas cuestiones, el contexto es más proclive a la convalidación de tensiones inflacionarias que el predominante un año atrás.

En ese sentido, Buenos Aires City estima para el mes de junio una variación mensual del IPC de 1,6% (1,2% en mayo), lo cual implica un aumento junio/diciembre de 13,4% e interanual de 22,5%. El principal impulsor en junio ha sido Alimentos y bebidas, con una variación de 2,2% y una incidencia de 0,68 puntos en el Nivel General. Debe recordarse que este rubro había hecho un pico de 6,9% en febrero, a partir del cual fue descendiendo hasta mayo (1,0%).

**Frente a estas tensiones, el tipo de cambio se ha transformado en una suerte de ancla, considerando que se ha devaluado 3,6% desde diciembre frente al dólar estadounidense (6,4% a ritmo anual) y revaluado frente al euro.** Obviamente, a su turno, ello plantea tensiones sobre la competitividad de la producción de bienes transables internacionalmente.

- 1.10.** La incertidumbre afecta la inversión. La Argentina, creciendo al 4,5% anual, requeriría en tiempos normales una tasa de inversión (en términos del PBI) de 22,5% a 23,0%, sobre todo al cerrarse el *output gap*. No obstante, en los tiempos que corren, dado que la inversión pública tiene un porcentaje creciente en la inversión total y que su productividad es menor que la de la inversión privada, este ratio puede llegar al 25%. **En el año 2009 la inversión alcanzó al 20,6% del PBI y en el primer trimestre de 2010 al 21,2% del PBI, después de haber llegado a 23,1% en 2008 (compárese con el Cuadro 1.3).**

Para el mediano plazo, la agenda pendiente obligará a asignar inversión a sectores/proyectos muy intensivos en capital, lo que implica prolongar, hasta su maduración, ese entorno de elevadas tasas de inversión respecto del PBI obtenido.

Ello explica que, en los últimos trimestres, el crecimiento del empleo privado haya sido muy magro. Se requiere un salto cuantitativo en el stock de capital para que vuelva a tomar dinámica el empleo privado.

- 1.11.** El escenario preliminar del año 2011 se complementa con la dinámica de las importaciones. Según estimaciones preliminares, en ese año crecerían en valor alrededor de un 30%; debe tenerse en cuenta que en el primer semestre del año crecieron 43%.

**Cuadro 1.5**  
**CAPACIDAD DE IMPORTAR**  
(En miles de millones de dólares)

	2008	2009	2010	2011
1. Exportaciones	70,0	55,7	65,5	70,5
2. Servicios Reales	-1,0	-0,8	-1,0	-1,2
3. Servicios Financieros (1)	-7,4	-9,3	-10,0	-11,3
4. (1. + 2. + 3.)	61,6	45,6	54,5	58,0
5. Cuenta Capital (1)	-7,0	-10,0	-4,0	-4,0
6. Δ Reservas	0	1,3	2,5	2,0
7. Capacidad de importar (4. + 5. - 6.) (1)	54,6	34,3	48,0	52,0
8. Importaciones en valor	54,6	37,1	48,0	52,0

(1) No incluye transferencia del FMI por 2,8 miles de millones en el año 2009; ello permite que las Importaciones en valor fueran mayores que la capacidad de importar.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC.

El salto de las importaciones en 2010 compensa la caída de 2009. Obsérvese que en valor las importaciones de 2010 serán todavía 12% inferiores en valor a las de 2008, a pesar de que el PBI será 3,4% más alto, asumiendo una baja de 3% en 2009 y un aumento de 6,5% en 2010. Las importaciones en moneda constante del primer trimestre de 2010 resultaron 2% menores a las de igual periodo de 2008. Y debe tenerse en cuenta que las importaciones del primer semestre de 2010 en volumen físico, son 6,8% más bajas que las de 2008 y 10% inferiores en valor. (Véase el gráfico de la sección 6.2)

**Llegar en el año 2010 a un PBI más alto que dos años atrás, con un nivel de importaciones más bajo, puede estar indicando un cambio de perfil del gasto interno para hacerlo menos intensivo en importaciones; ello implica más consumo (con sesgo hacia los bienes internos), más gasto público y menos gasto en inversión, en términos relativos, todo lo cual resulta consistente con el panorama general descripto. Es posible también que haya operado alguna sustitución por el lado de la oferta (este último recurso no puede extenderse mucho en el tiempo). Finalmente, una recomposición de inventarios necesaria en la etapa inicial de la recuperación pierde fuerza más adelante, lo que debería mitigar el crecimiento de las importaciones. Y quizás los aspectos regulatorios han tenido incidencia peso en este proceso.**

La disminución de la salida de capitales privados y el financiamiento comercial de las importaciones explican y financian el aumento de la capacidad de importar en el año 2010 (o de compra externa, líneas 7 y 8 en el Cuadro 1.5) en un contexto en que la elasticidad ingreso de las importaciones subió fuertemente (de 1,6 en 2008 a cerca de 6 en 2010).

**La columna 2011 del Cuadro 1.5 implica un esbozo de proyección, bajo el supuesto de que las exportaciones crecen 7,5%, considerando el crecimiento mundial en volumen, que los precios internacionales no se modifiquen, que las salidas netas de capitales son similares a las de 2010 y que lo propio ocurre con la variación de reservas. En ese marco, las importaciones crecerían 8,3%, permitiendo un crecimiento del PBI de 4,5% con una elasticidad de 1,84, que resulta compatible con la de 2008.**

Este ejercicio pone en evidencia cuáles son los riesgos implícitos en 2011. Por un lado, un escenario internacional menos favorable al aquí planteado. Por otro, condiciones internas o externas que promuevan una salida de capitales de mayor intensidad. A título de ejemplo, en 2011 hay vencimientos de capital por unos 5,0 miles de millones de deuda pública y 12,0 miles de millones de vencimientos de deuda privada con no residentes (o sea externa). La hipótesis implícita de una salida neta de 4,0 miles de millones en el año 2011 es que se renueva el 77% de los vencimientos.

Asegurar este supuesto exige condiciones internas de gran calma y confianza en los agentes económicos; si ello no se diera, la salida neta sería mayor y ello reduciría la capacidad de compra externa, *ceteris paribus*, obligaría a una pérdida de reservas o a una intensificación de regulaciones en los movimientos internacionales de bienes (importaciones) y capitales. En relación a los primeros debe tenerse en cuenta que la capacidad de imponer y garantizar el cumplimiento de las regulaciones restrictivas es una suerte de resorte que se puede apretar solamente hasta cierto punto.

## 2. NIVEL DE ACTIVIDAD

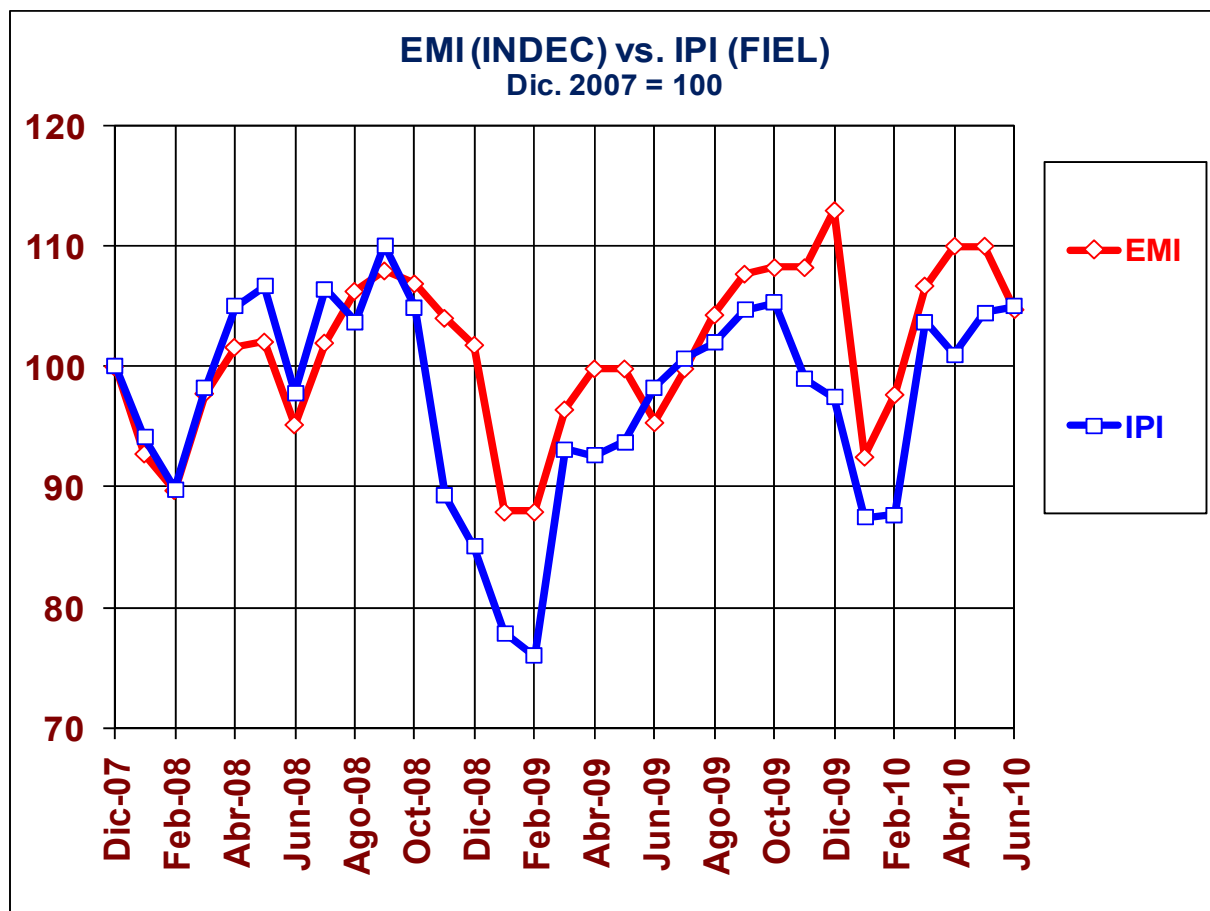
2.1. El siguiente cuadro muestra las variaciones de los índices de INDEC y de FIEL.

Cuadro 2.1  
**ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL (EMI) de INDEC  
 e ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI) de FIEL**  
 (Tasas de variación %)

Con estacionalidad	INDEC %	FIEL %
Junio 2010/Junio 2009	9,8	6,8
Semestre 2010/Semestre I 2009	9,5	10,8

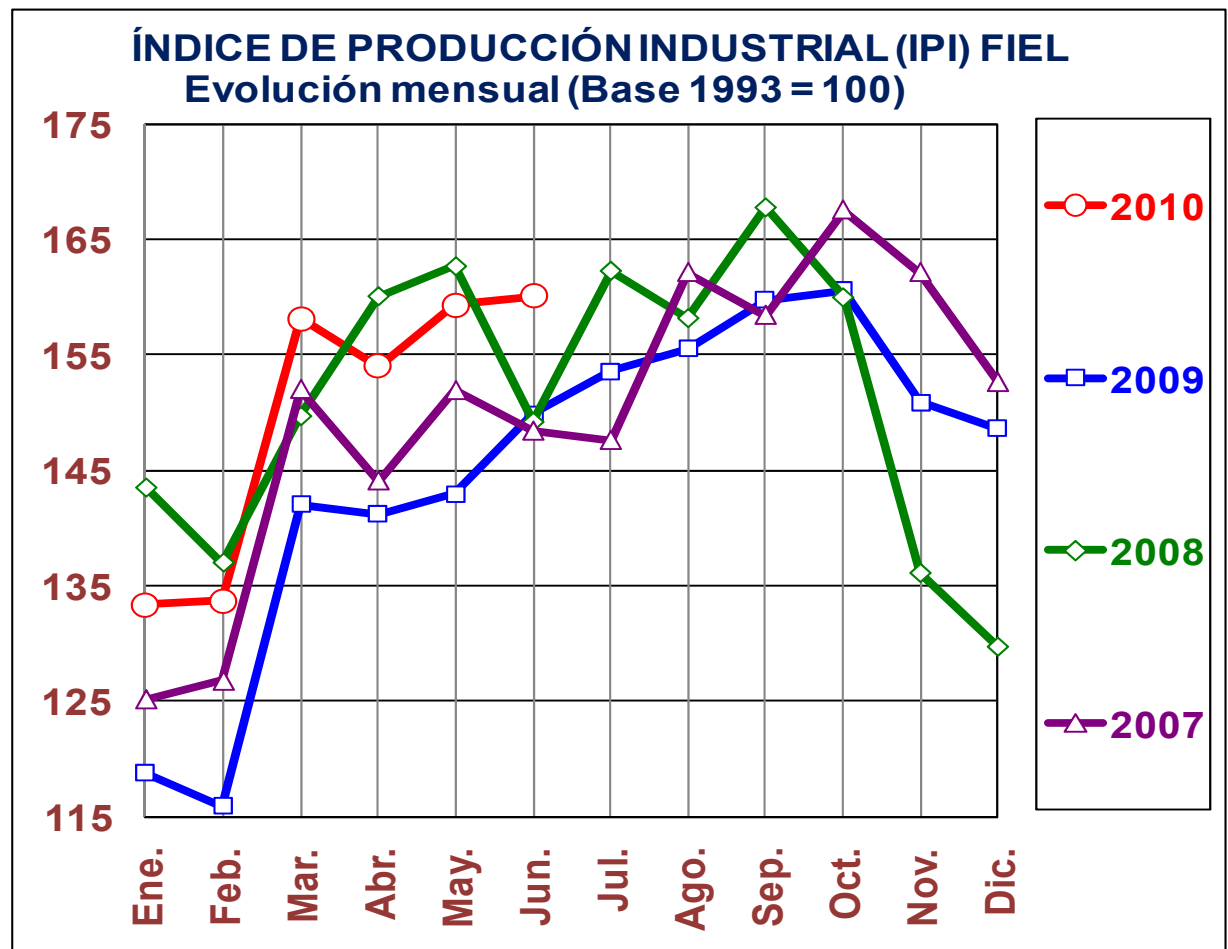
FUENTE: elaborado sobre la base datos de INDEC y FIEL (15-7-10 y 21-7-10).

Si bien las tasas de variación interanuales del primer semestre de ambos indicadores están en el mismo rango, **desde noviembre de 2008 el EMI registró tramos con niveles sustancialmente superiores a los del IPI**, como queda en evidencia en el gráfico adjunto. Por otro lado, el menor crecimiento del indicador de FIEL en junio pasado, el referido 6,8%, se debe a la mayor base de comparación de junio de 2009, que era superior a la de INDEC.



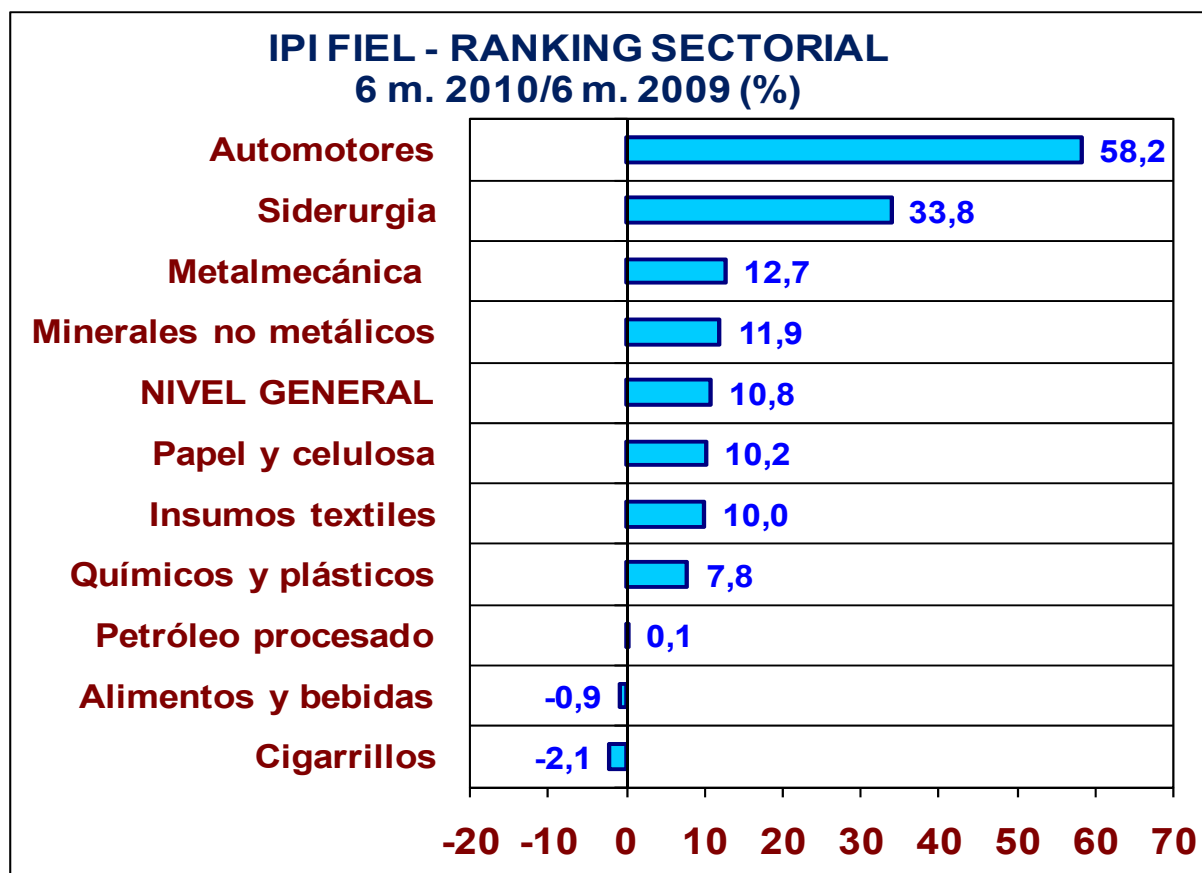
Puede apreciarse que en el período diciembre de 2007–octubre de 2008 ambas series no presentan diferencias significativas, pero a partir de noviembre de dicho año –cuando se recibe el impacto de la crisis financiera internacional– y hasta febrero de 2009, el IPI se sitúa en niveles muy inferiores a los del EMI, circunstancia que se repite en otros tramos posteriores. **En junio de 2010 las series llegan prácticamente al mismo punto, pero por distintos caminos. Como el EMI es un insumo del PBI del sector Industria Manufacturera, dicho comportamiento ha quedado reflejado en las Cuentas Nacionales.**

2.2. El siguiente gráfico refleja la evolución mensual del IPI desde el año 2007.



La serie de 2010 viene superando a la del año 2009, aunque en el segundo semestre la base de comparación va a ser más elevada; pero esto a lo sumo puede implicar que las tasas interanuales sean menores. Por otro lado, el promedio del primer semestre de 2010 prácticamente alcanzó al de igual período de 2008, jugando a favor de aquél el hecho de que el registro de junio de este último estuvo signado por el conflicto con el campo. Finalmente, julio de 2010 se verá afectado por la restricción energética, como ocurrió en junio–julio de 2007, pero es de esperar que esa baja se compense en los meses sucesivos, como ocurrió en ese entonces y queda a la vista en el gráfico.

2.3. El gráfico adjunto incluye el ranking sectorial elaborado a partir de las correspondientes tasas de variación interanuales del primer semestre del corriente año.

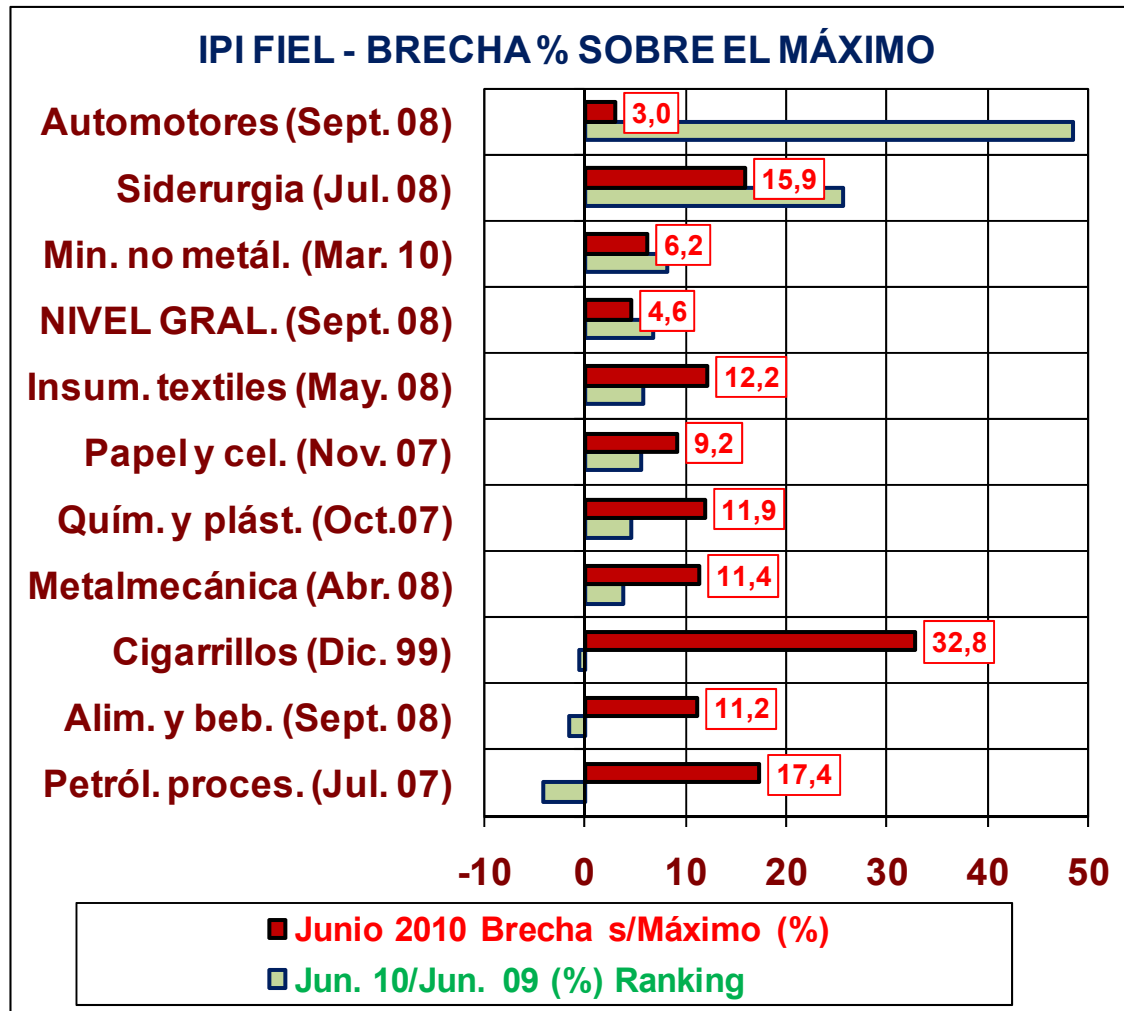


Queda de relieve una significativa dispersión, desde el 58,2% de crecimiento en Automotores y de 33,8% en Siderurgia, hasta el -2,1% en Cigarrillos y -0,9% en Alimentos y Bebidas.

Si bien el caso de Automotores está ampliamente difundido, debe aclararse que el avance de Siderurgia se debe a la baja base de comparación del primer semestre de 2009, cuando los precios de *commodities* industriales habían caído como consecuencia de la baja demanda derivada de la crisis mundial; la recuperación posterior de los precios de exportación y de los volúmenes permitió retomar el sendero de crecimiento.

**De todos modos, además de los dos primeros en el ranking, debe hacerse notar que alrededor del Nivel General, con el referido 10,8% del Cuadro 2.1, se hallan cinco sectores con importantes tasas de crecimiento entre 7,8% y 12,7% (promedio simple, 10,5%).**

2.4. Avanzando un poco más en el análisis sectorial, el gráfico recoge la brecha que existe entre el valor absoluto del IPI en determinado mes, en este caso junio del presente año, con el máximo alcanzado en la misma serie entre julio de 1998 y junio de 2010. Esto se complementa con el ranking de crecimiento al comparar junio de 2010 con igual mes de 2009.



Por ejemplo, en el caso del Nivel General, el valor del IPI en junio de 2010 fue 160,1. Esto, frente al máximo de septiembre de 2008 (167,8), implica -4,6%, procediéndose de la misma forma en los distintos sectores. La inversa,  $167,8/160,1 = 4,8\%$ , significa lo que tendría que crecer el IPI para alcanzar aquel máximo.

**En Automotores, que encabeza el ranking de crecimiento, la brecha es de apenas 3,0%, es decir que está a punto de alcanzar el pico de septiembre de 2008, sector en el cual se están verificando esperas para la adquisición de un vehículo cero kilómetros, dado que debe atender tanto el mercado local como el brasileño. Sin los extremos de Automotores y de Cigarrillos, en los ocho sectores restantes el promedio simple de brecha es de 12%.**

- 2.5.** De acuerdo con el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), difundido por el Banco Central, se espera un crecimiento de 8% en el sector industrial en el curso del corriente año. Al mismo tiempo, según INDEC, la utilización de la capacidad instalada en la industria (UCI) fue de 77% en el segundo trimestre del corriente año, contra 71% en igual período de 2009.

**El contexto es el de una demanda creciente frente a una producción con un elevado UCI, lo cual constituye un factor adicional impulsor de la inflación.**

Una de las soluciones lo constituye un flujo de inversiones para incrementar la capacidad instalada y desactivar algunos cuellos de botella. Pero, de acuerdo con la encuesta realizada por Ernst & Young (dada a conocer en julio de 2010) los proyectos continúan siendo de tamaño medio y de repago cercano, debido a la incertidumbre.

### 3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

- 3.1.** El día 27 de julio fue anunciada a nivel presidencial la elevación de la jubilación mínima, de 895,15 pesos que regía desde marzo de 2010 a 1.046,50 pesos (16,9%), la cual tendrá vigencia desde el mes de septiembre. De acuerdo con la información difundida, el incremento surge de la aplicación de la Ley de Movilidad Jubilatoria 26417 y se aplicará a todos los jubilados y pensionados del sistema previsional. Considerando además el aumento de marzo (8,2%), se acumula una suba de 26,5%.

**De esta manera, dicho haber llega al 70% del Salario Mínimo, Vital y Móvil (SMVM),** que desde enero del corriente año es de 1.500 pesos (anteriores correcciones en agosto y octubre de 2009, a 1.400 y 1.440 pesos, respectivamente). Se convocó también al Consejo Nacional del Empleo, la Productividad y el Salario Mínimo, Vital y Móvil, **de manera que cuando se eleve el SMVM aquel porcentaje se verá reducido.**

Por otra parte, se elevó de 180 a 220 pesos la Asignación Universal por hijo para protección social (22,2%), **que está financiada con recursos de ANSES.**

- 3.2.** En este nuevo contexto se enmarcan ahora diversos proyectos en tratamiento parlamentario, que en líneas generales proponen llevar el haber previsional mínimo al 82% del SMVM; extender dicho beneficio a todas las jubilaciones; aplicación de los ajustes no realizados hasta 2006 (caso Badaro); eliminación de la pre-coparticipación que se instituyó cuando los aportes personales pasaron a las AFJP en 1994 y que ahora volvieron a ANSES, entre otras iniciativas.

**El tema puede encararse desde el enfoque de los flujos o de los stocks.** En el primer caso, ANSES registró desequilibrios financieros desde el punto de vista del resultado previsional en el año 2009 y en los cinco primeros meses de 2010, dado que los montos de aportes y contribuciones fueron inferiores a los beneficios otorgados. **Uno de los factores reside en la incorporación de 2,4 millones de jubilados provenientes de la moratoria,** llegando así a un total de 5,3 millones. De esta manera, si se estiman 7,4 millones de aportantes, la relación con el total de jubilados es de 1,4. Por otro lado, como se dice más arriba, la Asignación Universal es pagada con fondos de ANSES –se argumenta que no es un gasto previsional y debería fondearse de Rentas Generales–, se financian proyectos productivos de infraestructura, etc.

**Un ingreso adicional que mejoró las cuentas fue la pre-coparticipación destinada a ANSES** cuando los aportes personales pasaron a las AFJP, disminuyendo los fondos de los gobiernos provinciales. Como en la actualidad todos los aportes van a ANSES, las provincias están reclamando que no se descuente más ese concepto; de suspenderse esa quita se consolidaría el mencionado desequilibrio. Otro factor que acentuaría el déficit es la universalización del fallo Badaro. *Y at last but not at least,* aparece el proyecto de establecer el haber jubilatorio mínimo en el 82% del SMVM.

Una opción que se ha planteado para financiar el déficit es el aumento de los impuestos al trabajo (aportes y contribuciones), **que tiene el inconveniente de desalentar aún más la incorporación de trabajadores registrados y disminuir la masa de aportantes.**

- 3.3. Desde el punto de vista de los stocks,** se argumenta que puede recurrirse al Fondo de Garantía para sustentabilidad previsional (FGS) del Sistema Integrado Previsional Argentino (SIPA), que en mayo llegaba a 146 mil millones de pesos.

**Debe tenerse en cuenta que el 70% de los fondos son indisponibles:** 62% del total está invertido en títulos públicos –financiamiento del gobierno nacional– y el 8% en los mencionados proyectos productivos de infraestructura. El 15% tendría elevados costos de salida y generaría un *crowding out*, correspondiendo a acciones y títulos privados, fondos comunes de inversión y fideicomisos. Es decir que solamente estaría realmente disponible el restante 15% (depósitos en bancos, plazos fijos y títulos extranjeros). **Recurrir a este tramo implica obviamente debilitar el FGS.**

En realidad, un criterio de prudencia indicaría que solamente podrían utilizarse los fondos generados por el rendimiento de la cartera del FGS sobre la inflación que surja de mediciones alternativas, con el objetivo de no descapitalizarlo en términos reales. Razonablemente, debería estar en el 1,0%–1,5% anual del valor de la cartera del fondo.

- 3.4. Ante estas circunstancias aparece como alternativa el análisis técnico del Presupuesto 2010, computando ingresos y egresos sobre bases de cálculo consistentes con la proyección de las variables macroeconómicas, fijando prioridades en materia de gastos y reasignando partidas, particularmente disminuyendo la aplicación de fondos destinados a subsidios no focalizados.**

#### 4. FINANZAS PÚBLICAS

4.1. En el mes de julio la recaudación tributaria alcanzó a 37.375 millones de pesos, lo que representó un aumento de 38,4% respecto del mismo mes del año 2009. Por su parte, en los primeros siete meses la recaudación llegó a 229.056 millones, con un incremento de 32,6% sobre igual período del año previo.

De esta manera, se ratifica la tendencia a una aceleración en el ritmo de crecimiento de los ingresos fiscales que ya se venía observando en los tres meses previos, lo que se atribuye a: i) la recuperación del nivel de actividad; ii) la dinámica de la tasa de inflación; iii) el crecimiento de los tributos asociados al comercio exterior (retenciones a las exportaciones y derechos a las importaciones, así como el IVA Aduana).

4.2. En ese sentido, la recaudación tributaria en el primer semestre creció 31,2% sobre el mismo periodo del año 2009, con la característica que el crecimiento se aceleró fuertemente en el segundo trimestre (37,8%) respecto del primero (23,0%), como surge del Cuadro 4.3 de la página siguiente, por la incidencia del Impuesto a las Ganancias y la contribución de las retenciones a las exportaciones.

El semestre concluyó con Internos, Ganancias y Derechos a las Importaciones encabezando el ranking de crecimiento (*véase el Cuadro 4.1*).

A su turno la contribución al aumento absoluto de la recaudación fue 25,9% por Ganancias, 23,7% por IVA, 22,8% por Seguridad Social, 10,5% por los Derechos a las exportaciones y 17,1% por el resto de los impuestos.

**Cuadro 4.1**  
**RECAUDACIÓN TRIBUTARIA**  
(En miles de millones de pesos)

	2010			2009			2010/09 Δ%
	Trim. I	Trim. II	Sem. I	Trim. I	Trim. II	Sem. I	
Ganancias	14,0	24,8	38,8	11,1	15,9	27,0	43,7
IVA Neto	24,4	27,0	51,4	20,0	20,6	40,6	26,6
Débitos	5,7	6,4	12,1	4,6	5,1	9,7	24,7
Derechos exportac.	8,3	12,4	20,7	6,9	9,0	15,9	30,2
Derechos importac.	2,2	2,6	4,8	1,7	1,8	3,5	37,1
Seguridad Social	23,3	22,8	46,1	18,6	17,1	35,7	29,1
Internos	2,3	2,3	4,6	1,6	1,5	3,1	48,4
Combustibles	3,0	3,8	6,8	2,4	2,6	5,0	36,0
Resto	1,7	4,7	6,4	1,8	3,8	5,6	14,3
<b>Total</b>	<b>84,9</b>	<b>106,8</b>	<b>191,7</b>	<b>68,7</b>	<b>77,4</b>	<b>146,1</b>	<b>31,2</b>

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de AFIP.

4.3. A partir de la recuperación de la recaudación y con la contribución de ingresos extraordinarios (utilidades del BCRA y de ANSES) la situación fiscal mejoró en el margen en el segundo trimestre del año, como se puede observar en el Cuadro 4.2.

**Cuadro 4.2**  
**RESULTADO FISCAL**  
(En miles de millones de pesos)

	2010			2009			2010/09
	Trim. I	Trim. II	Δ%	Trim. I	Trim. II	Sem. I	Δ%
1. Recursos	69,8	83,8	153,6	54,4	62,1	116,5	31,8
1.1 Normales	65,7	80,1	145,8	53,4	58,1	111,5	30,8
1.2 Extraordinarios	4,1	3,7	7,8	1,0	4,0	5,0	56,0
2. Gasto Primario	66,3	76,2	142,5	49,9	59,4	109,3	30,4
3. Result. Primario	3,5	7,6	11,1	4,5	2,7	7,2	54,2
4. Result. Prim. Corr.	-0,6	3,9	3,3	3,5	-1,3	2,3	43,5
5. Intereses	4,5	6,4	10,9	3,6	5,4	9,0	21,1
6. Result. Financiero	-1,0	1,2	0,2	0,9	-2,7	-1,8	
7. Result. Fin. Corr.	-5,1	-2,5	-7,6	-0,1	-6,7	-6,8	
8. Gasto Corriente	57,7	65,1	122,6	42,7	48,1	90,8	35,0
9. Gasto de Capital	8,6	11,1	19,7	7,2	10,0	17,2	14,5

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Ministerio de Economía

La información del Cuadro 4.2 indica que el resultado financiero corregido del primer semestre de 2010 constituye un déficit mayor al de igual periodo de 2009, con un primer trimestre peor y un segundo mucho mejor que sus equivalentes de 2009. Esto es el reflejo de la mejora en la recaudación comentada en 4.1.

También ilustra el Cuadro 4.2 que el crecimiento del gasto primario se mantiene en 35% interanual, mientras el gasto en capital creció solamente 14,5%. Ello también se debe a un fren o importante en el segundo trimestre. El cuadro 4.3 refuerza este punto.

**Cuadro 4.3**  
**EL FISCO EN RESUMEN**  
(Variación %)

	Trim. I 2010/ /Trim. I 2009	Trim. II 2010/ /Trim. II 2009	Sem. I 2010/ /Sem. I 2009
Recursos Normales	23,0	37,8	30,8
Impuesto a las Ganancias	26,1	60,0	43,7
IVA	22,0	31,0	26,6
Derechos a las Exportaciones	20,3	37,7	30,2
Derechos a las Importaciones	29,4	44,4	37,1
Seguridad Social	25,3	33,3	29,1
Gasto Primario	32,9	28,3	30,4
Gasto Corriente	35,1	35,4	35,0
Gasto de Capital	19,4	11,1	14,5

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Ministerio de Economía.

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

**5.1. Julio fue un mes de fuerte expansión monetaria, con un aumento de la Base Monetaria de 4,8% respecto de junio**, 11,9% en relación a diciembre y 25,3% en términos interanuales; el circulante en poder del público creció 6,0%, 12,6% y 24,5%, respectivamente, respecto de esas fechas. En suma, un contexto de fuerte expansión de la Base.

**La expansión tuvo sustento en las compras de dólares del BCRA.** Las cifras oficiales hasta el 25/7 muestran compras en julio por 1.671 millones de dólares, por lo que el mes podría haber concluido con un total de compras cercano a los 1.800 millones de dólares. Como referencia, otros meses en años anteriores de fuertes compras fueron octubre de 2009 (1.476 millones), enero 2008 (1.704), marzo y abril de 2007 (1.630 millones en cada uno). Cabe recordar que en mayo pasado se compraron 1.500 millones y en lo que va del año 6.800 millones.

Los Pasivos Monetarios Amplios aumentaron 4,3% en julio respecto de junio (como promedio mensual de saldos diarios), en línea con el aumento de la Base. En términos conceptuales, para ilustrar pero analizando entre puntas, el BCRA hasta el día 25 compró dólares por un equivalente de 6.615 millones de pesos, la Base creció 5.815 millones, y en conjunto Lebac y Pases aumentaron 3.300 millones. La diferencia entre estos movimientos en julio ( $6.615 - 5.815 - 3.300 = 2.500$ ) se debió, en un 90%, a la cancelación de Adelantos transitorios.

**De esta manera, los Pasivos Financieros Amplios han crecido 37% en los últimos doce meses, lo que explica que el ratio respecto de las Reservas haya pasado de 3,30 a 4,11.**

**5.2.** Los depósitos totales en pesos, a su turno, aumentaron 3,6% en julio respecto de junio y 30,4% en términos interanuales. Los depósitos privados se incrementaron a julio 3,6% y 27,0% respecto de ambas fechas, lo que sugiere un comportamiento de los depósitos oficiales más dinámicos que el de los depósitos privados en la comparación interanual.

Volviendo a los depósitos totales en pesos, en julio y respecto de junio se observaron aumentos de 1,2%, 11,1% y 2,8%, en los depósitos vista, en caja de ahorro y a plazo respectivamente. Obsérvese el salto de los depósitos en caja de ahorro, originado en parte en el pago del medio aguinaldo al sector público y privado (activos y pasivos).

**5.3.** El crecimiento de los préstamos al sector privado parece haberse desacelerado en julio, según las cifras oficiales. En el primer trimestre crecieron 3,1%, es decir a un ritmo anualizado de 13%. En el segundo trimestre creciera más fuertemente: 8,2% (37% a ritmo anual); para redondear un aumento de 11,5% en el semestre enero–junio (24,4% a ritmo anual), alineado con el incremento de los depósitos. Para julio se estima un aumento de 2%.

El mercado de depósitos muestra tasas de interés estabilizadas luego del escalón ascendente observado en abril–mayo. La tasa pasiva promedio que calcula el BCRA oscila entre 9,20% y 9,50% y la tasa Badlar entre 10% y 10,5%.

- 5.4.** En este contexto, trascendió periódicamente la intención del BCRA de elevar en 10 puntos el encaje de los depósitos vista y en caja de ahorro (unos 120,0 miles de millones de pesos) lo que conllevaría una astringencia de 12,0 miles de millones de pesos. El encaje promedio en pesos es actualmente de 11,6% si se computan solamente los depósitos de los bancos en el BCRA y de 16,1% si se incluye la caja técnica de los bancos.

Se sostiene que la medida busca compensar el impacto monetario del traspaso al Tesoro de las utilidades del BCRA. Como el Tesoro las monetiza y aplica (*véase 4.*) ello aumenta la cantidad de dinero.

En este punto es necesario clarificar algunos temas:

- a)** Las utilidades transferidas al Tesoro tienen impacto monetario pleno en tanto éste use dichos fondos y la modalidad en que los use. Mientras tanto, si quedan en la cuenta del Tesoro en el Banco Nación no deberían tenerlo o, en todo caso, el efecto sería un hipotético aumento de la capacidad prestable de esa entidad, controlable con decisiones de la propia entidad.
- b)** Parte de las utilidades transferidas se aplican al pago de intereses (y en 2009 de amortización) de deuda del Tesoro en manos del propio sector público (ANSES), lo que en rigor mitiga su impacto monetario.
- c)** Una suba de encajes a los depósitos vista y en caja de ahorro seguramente provocará una caída del stock de Lebac y Nobac en manos de los bancos, lo que neutralizara el objetivo de control monetario. Y para los que no tengan esos títulos en cartera, la obligación de cancelar crédito o concurrir al mercado interfinanciero (con impacto en la rentabilidad).
- d)** Una suba de encajes a depósitos vista y en caja de ahorro encarecerá aún más la administración del sistema de pagos para los bancos, y para los usuarios, particularmente si los bancos buscan recuperar vía comisiones la rentabilidad perdida (con el agravante que el peso se descargara sobre un conjunto de depositantes/transacciones, si se excluyen las cuentas sueldo).

## 6. SECTOR EXTERNO

6.1. En el cuadro adjunto se incluyen los datos de exportaciones, importaciones y saldo comercial correspondientes al año 2009 y al primer semestre de 2010, con las proyecciones para el total del año.

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

	Exportaciones FOB			Importaciones CIF			Saldo comercial	
	2009	2010	10/09 (%)	2009	2010	10/09 (%)	2009	2010
Enero	3.713	4.423	19,1	2.760	3.206	16,2	953	1.217
Febrero	3.942	4.060	3,0	2.663	3.456	29,8	1.279	604
Marzo	4.261	4.714	10,6	2.888	4.403	<b>52,5</b>	1.373	311
<b>Trim. I</b>	<b>11.916</b>	<b>13.197</b>	<b>10,8</b>	<b>8.311</b>	<b>11.065</b>	<b>33,1</b>	<b>3.605</b>	<b>2.132</b>
Abril	5.050	6.222	<b>23,2</b>	2.777	4.101	<b>47,7</b>	2.273	2.121
Mayo	5.202	6.521	<b>25,4</b>	2.660	4.574	<b>72,0</b>	2.542	1.947
Junio	5.210	6.353	<b>21,9</b>	3.619	5.062	39,9	1.591	1.291
<b>Trim. II</b>	<b>15.462</b>	<b>19.096</b>	<b>23,5</b>	<b>9.056</b>	<b>13.737</b>	<b>51,7</b>	<b>6.406</b>	<b>5.359</b>
<b>Sem. I</b>	<b>27.378</b>	<b>32.294</b>	<b>18,0</b>	<b>17.367</b>	<b>24.803</b>	<b>42,8</b>	<b>10.011</b>	<b>7.491</b>
Ene-Dic.	55.669	(*) 65.888	18,4	38.781	(*) 51.608	33,1	16.888	14.280

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

(\*) Total año 2010 proyectado, Relevamiento de Expectativas de Mercado, BCRA (Junio 2010).

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, *Intercambio Comercial Argentino*, Cuadro 1 (23-7-10).

Las exportaciones del primer semestre sumaron 32.294 millones de dólares<sup>1</sup>, con un crecimiento interanual de 18,0%, frente a importaciones por 24.803 millones, las que se incrementaron 42,8%. **De esta manera, el saldo de la Balanza Comercial fue de 7.491 millones, 2.520 millones menos que en igual período de 2009, dado el fuerte impulso de las importaciones.** El 54,3% del saldo comercial se obtuvo en abril–mayo.

En valores absolutos, las exportaciones se incrementaron 4.916 millones en el primer semestre. **La mitad de esa cifra, 2.462 millones, fue aportado por las ventas de porotos de soja y de maíz (32,9% y 17,2%, respectivamente), los dos productos que encabezaron el ranking de las diferencias de valor significativas entre las exportaciones de los dos primeros semestres de 2009 y 2010.**

El referido Cuadro 6.1 incluye los valores de exportaciones e importaciones proyectados para el año 2010, que surge del promedio de respuestas del Relevamiento de Expectativas de Mercado difundido por el Banco Central (junio). Se prevén exportaciones por 65.888 millones e importaciones por 51.608 millones, con un incremento respecto de 2009 de 18,4% y 33,1%, respectivamente. Esto implica un saldo comercial de 14.280 millones, lo que significa una disminución de 2.608 millones en comparación con el año anterior.

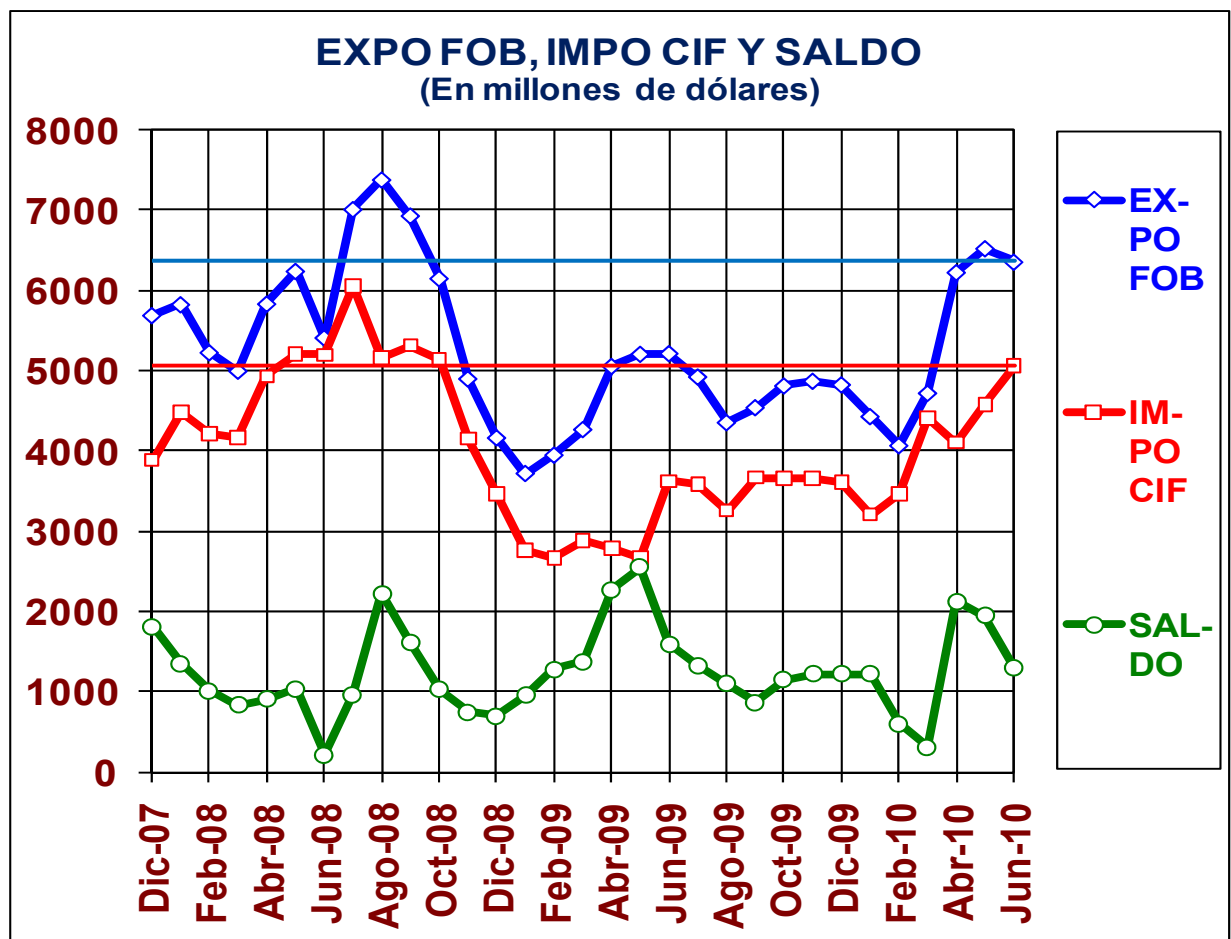
<sup>1</sup> A partir de este punto, cuando se dice “millones” debe interpretarse como “millones de dólares”.

En el siguiente gráfico queda de relieve el salto que dieron los valores exportados en el mes de abril, por razones estacionales y sobre una baja base de comparación, nivel que se mantuvo en mayo–junio.

Por su parte, las importaciones continuaron creciendo en mayo–junio, impulsando así el descenso del saldo comercial en ese bimestre.

**En una comparación más extendida, las exportaciones de junio (6.353 millones) están en el mismo orden que las de mayo de 2008 y superan las de junio de ese año, afectadas por el conflicto agropecuario, ubicándose debajo de las del tramo julio–septiembre.**

**Las importaciones de junio pasado (5.062 millones) están en el mismo orden que en abril–junio y en agosto–octubre de 2008, antes de la crisis financiera internacional.**



6.2. Las importaciones del primer semestre desagregadas por uso económico se incorporan en el siguiente cuadro.

**Cuadro 6.2**  
**IMPORTACIONES DEL PRIMER SEMESTRE SEGÚN PRINCIPALES USOS**  
(En millones de dólares y tasas de variación interanual)

	Sem. I 2009 (1)	Sem. I 2010 (2)	Estructura 2010 (3)	(2) menos (1) = (4)	(2)/(1) = (5)
<b>Total general</b>	<b>17.367</b>	<b>24.803</b>	<b>100,0</b>	<b>7.436</b>	<b>42,8</b>
Bienes de Capital	3.916	5.233	21,1	1.317	33,6
Bienes intermedios	5.725	7.848	<b>31,6</b>	<b>2.123</b>	37,1
Combustibles y lubricantes	1.173	2.106	8,5	933	<b>79,5</b>
Piezas y accesorios para Bienes de Capital	3.096	4.700	19,0	1.604	51,8
Bienes de Consumo	2.339	2.908	11,7	569	24,3
Vehículos automotores de pasajeros	1.049	1.932	7,8	883	<b>84,2</b>
Resto	68	76	0,3	8	11,8

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

FUENTE: INDEC, ídem, Cuadro 6 (23-7-10).

**El uso más significativo es Bienes intermedios, con cerca de un tercio del total importado (col. 3), contribuyendo con el 28,6% del aumento en valor absoluto (col. 4). Porcentualmente, el mayor incremento interanual proviene de Vehículos automotores de pasajeros y de Combustibles y lubricantes (col. 5).**

En la referida información de INDEC se destacan los ítems con mayor incremento interanual en las importaciones de junio, lo cual permite conocer los criterios de clasificación utilizados:

**Bienes de Capital:** aparatos receptores decodificadores de TV; barcos cisterna; vehículos; chasis con motor y cabina para transporte de mercancías; máquinas automáticas para el procesamiento de datos; tractores de carretera para semirremolque; grupos electrógenos.

**Bienes intermedios:** mineral de hierro; urea con contenido de nitrógeno; fosfato monoamónico; ácido fosfometiliminodiacético; etileno; productos inmunológicos preparados como medicamentos; semielaborados de hierro; acero sin alear; polietileno en formas primarias.

**Combustibles y lubricantes:** gas oil; energía eléctrica; gasolinas excluidas las de aviación; gas licuado y gaseoso

**Piezas y accesorios para Bienes de Capital:** partes y accesorios de carrocerías de vehículos para transporte de personas o mercancías; cajas de cambio; partes y accesorios de vehículos; motores de émbolo alternativo; partes para receptores de radiotelefonía, radiodifusión y televisión; circuitos impresos para aparatos eléctricos de telefonía.

**Bienes de consumo:** motocicletas; funguicidas; herbicidas; medicamentos acondicionados para la venta por menor.

**Vehículos automotores de pasajeros:** en su mayoría provenientes de Brasil, México y Alemania.

6.3. El Cuadro 6.2 muestra la evolución de los precios internacionales de soja, trigo y maíz, desde el año 2002 hasta el presente.

**Cuadro 6.3**  
**PRECIOS INTERNACIONALES DE SOJA, TRIGO Y MAÍZ**  
**Base promedios mensuales – FOB Golfo (USD/tonelada)**

	Soja	Trigo	Maíz
2002	201	152	99
2003	247	151	105
2004	292	161	112
2005	244	158	99
2006	237	202	123
<b>Promedio 2002–2006</b>	<b>244</b>	<b>165</b>	<b>108</b>
2007	327	268	169
<b>2008</b>			
Marzo	590	500	240
Junio	560	355	278
Septiembre	458	309	238
Diciembre	341	228	148
Promedio anual 2008	<b>477</b>	<b>349</b>	<b>227</b>
<b>2009</b>			
Marzo	340	245	162
Junio	472	266	184
<b>Julio</b>	<b>429</b>	<b>236</b>	<b>185</b>
Septiembre	387	204	162
Diciembre	411	223	179
Promedio anual 2009	<b>408</b>	<b>238</b>	<b>175</b>
<b>2010</b>			
Enero	417	224	187
Febrero	369	214	168
Marzo	371	211	165
Abril	377	207	160
Mayo	373	201	169
Junio	374	191	159
<b>Julio</b>	<b>400</b>	<b>223</b>	<b>174</b>
Julio 2010/Julio 2009	-6,8	-5,5	-5,9
Julio 2010/Promedio 2007 (%)	22,3	-16,8	3,0
Julio 2010/Promedio 2008 (%)	-16,1	-36,1	-23,3
Julio 2010/Promedio 2009 (%)	<b>-2,0</b>	<b>-6,3</b>	<b>-0,6</b>

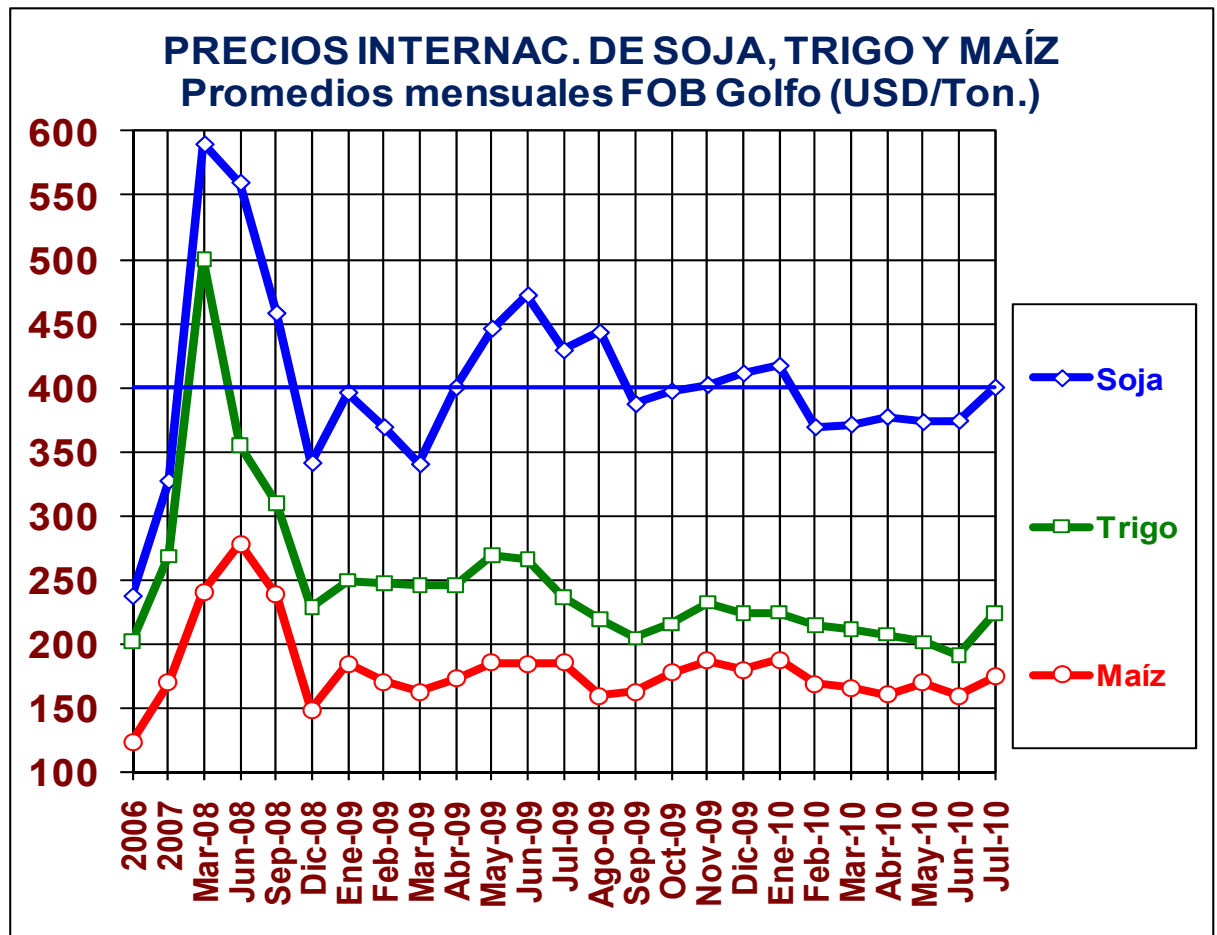
FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca.

En el mes de julio se fue verificando una mejora progresiva, semana a semana, que alcanzó a los precios de los tres granos. De esta manera, soja y maíz se ubican en el entorno de los precios promedio de 2009, quedando relativamente retrasado trigo en esta comparación, aunque tuvo la mejor performance respecto del mes anterior.

**Debe advertirse que el precio de la soja se duplicó al comparar julio de 2010 con el promedio de 2001.**

Los precios de la semana del 26 al 30 de julio se ubican por encima del promedio mensual: soja a 407, trigo a 242 y maíz a 180, con mayor incremento trigo (8,5%).

El gráfico permite visualizar el recorrido de las tres series desde 2006. Puede apreciarse que en julio la soja se está recuperando después del estancamiento en febrero–junio de este año, mientras que trigo y maíz interrumpieron el tramo descendente iniciado en diciembre de 2009.



Puede apreciarse en el gráfico que la pendiente más elevada en julio corresponde a trigo. Precisamente, el punto se plantea en Escenarios Granarios del 2-8-2010 de la siguiente forma.

*El mercado retomó las alzas esta semana de la mano de los problemas productivos del trigo y la mayor demanda que esto generó... Si miramos los stocks actuales y extrapolamos las pérdidas de que se habla en Europa y Rusia, veremos que de todas formas los niveles en los que se ubicarían las existencias no deberían generar alarma. Sin embargo, es cierto que había importadores que contaban con que les llegaría trigo barato de esas regiones y que, de repente, se enteraron de que esto no será así. En definitiva, esos importadores que estaban tranquilos debieron salir a asegurarse mercadería, presionando sobre los proveedores alternativos. De allí que los precios en Europa y Estados Unidos se dispararan.*

## ANEXO ESTADÍSTICO

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

Año	Mes	Nivel (1)	Mensual % (2)	Anual % (3)
2009	Junio	107,0	-0,9	0,2
	Julio	112,0	1,1	-2,1
	Agosto	117,0	0,8	-1,8
	Septiembre	120,8	1,9	-0,2
	Octubre	121,4	0,4	1,3
	Noviembre	121,4	1,2	4,1
	Diciembre	126,7	9,0	11,0
2010	Enero	103,8	-8,3	5,2
	Febrero	109,6	3,5	11,0
	Marzo	119,7	0,2	10,6
	Abril	123,4	1,4	10,2
	Mayo	123,4	0,2	10,2
	<b>Junio</b>	<b>117,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>9,8</b>

Fuente: INDEC.

(1) Serie con estacionalidad Base 2006 = 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)
2009	Junio	2,6	2,5	8,3
	Julio	-3,0	-8,2	5,9
	Agosto	3,3	-2,7	7,3
	Septiembre	-0,6	-1,7	8,7
	Octubre	-0,2	1,3	9,5
	Noviembre	0,1	1,8	9,0
	Diciembre	-2,0	2,6	9,8
2010	Enero	6,7	2,2	7,9
	Febrero	0,7	5,2	7,3
	Marzo	6,5	18,1	10,4
	Abril	-2,1	12,6	9,3
	Mayo	0,5	11,8	11,9
	<b>Junio</b>	<b>-1,2</b>	<b>10,1</b>	<b>11,6</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)
2009	Junio	343,27	301,59	231,63	301,57	1,50
	Julio	351,20	304,57	238,60	308,23	2,21
	Agosto	357,13	308,33	241,35	312,77	1,48
	Septiembre	362,38	318,52	244,22	318,30	1,77
	Octubre	369,23	314,84	252,23	323,40	1,60
	Noviembre	372,27	323,43	252,23	326,63	1,00
	Diciembre	377,22	327,56	252,23	329,94	1,01
2010	Enero	382,76	336,48	252,73	334,65	1,43
	Febrero	388,53	340,87	253,67	338,69	1,21
	Marzo	397,28	342,16	260,75	345,46	2,00
	Abril	405,89	346,12	260,75	350,57	1,48
	Mayo	414,69	353,72	264,18	357,52	1,98
	<b>Junio</b>	<b>424,62</b>	<b>364,56</b>	<b>284,90</b>	<b>370,86</b>	<b>3,74</b>

Fuente: INDEC, Índice de salarios y coeficiente de variación salarial.

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)
2009	Junio	117,27	Trim. II 111,1	Trim. II 631	Trim. II 136,4
	Julio	119,12	Trim. III 118,0	Trim. III 672	Trim. III 144,4
	Agosto	119,88			
	Septiembre	121,11			
	Octubre	122,07	Trim. IV 113,4	Trim. IV 677	Trim. IV 140,9
	Noviembre	122,28			
	Diciembre	122,38			
2010	Enero	122,85			
	Febrero	122,80			
	Marzo	123,84			
	Abril	124,64			
	Mayo	126,17			
	<b>Junio</b>	<b>129,92</b>			

(1) Fuente: elaborado sobre la base de columna Nivel General del Cuadro V., ajustado por IPC Abril. 2008=100.

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

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

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

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

<b>Año</b>	<b>Mes</b>	<b>Base Monetaria Amplia (\$) (a)</b>	<b>Reservas Líquidas (U\$S) (b)</b>	<b>[(a)/(b)] x 100 %</b>
2009	Julio	117.800	45.990	256
	Agosto	119.400	44.920	266
	Septiembre	117.300	45.200	260
	Octubre	118.240	46.250	256
	Noviembre	119.700	46.750	256
	Diciembre	126.300	47.525	266
2010	Enero	132.700	48.100	276
	Febrero	136.300	47.950	284
	Marzo	133.760	47.680	281
	Abril	135.260	47.550	284
	Mayo	138.900	48.400	287
	Junio	143.320	49.245	291
	<b>Julio (1)</b>	<b>148.000</b>	<b>50.300</b>	<b>294</b>

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

(1) Estimación preliminar propia.

**Cuadro VI. AGREGADOS MONETARIOS**

<b>Año</b>	<b>Mes</b>	<b>Base Monetaria Amplia</b>	<b>M1</b>	<b>M3</b>
2009	Julio	-1,2	-0,5	0,0
	Agosto	1,4	0,4	1,0
	Septiembre	-1,6	2,4	1,9
	Octubre	0,8	0,1	1,0
	Noviembre	1,3	1,1	1,4
	Diciembre	5,5	8,9	4,0
2010	Enero	5,2	4,2	2,6
	Febrero	2,7	-0,6	0,6
	Marzo	-1,8	-3,3	0,4
	Abril	1,1	1,3	1,9
	Mayo	2,7	0,4	3,2
	Junio	2,6	2,1	2,9
	<b>Julio (1)</b>	<b>3,3</b>	<b>6,0</b>	<b>4,2</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**

Años	Períodos	Tipo de cambio \$/USD actualizado (1)	Tipo de cambio multilateral real (2)
1986 –1988	Promedio	4,43	2,43
1989	Anual	7,12	3,69
1990	Anual	2,94	2,65
1991 – 2000	Promedio	1,77	1,19
2001	Anual	1,94	1,00
2002	Junio	5,76	2,79
	Diciembre	4,61	2,48
2003	Junio	3,91	2,25
	Diciembre	4,07	2,42
2004	Junio	4,06	2,39
	Diciembre	3,99	2,64
2005	Junio	3,74	2,52
	Diciembre	3,76	2,59
2006	Junio	3,77	2,71
	Diciembre	3,68	2,69
2007	Marzo	3,59	2,73
	Junio	3,57	2,82
	Septiembre	3,62	2,95
	Diciembre	3,57	3,10
2008	Marzo	3,53	3,27
	Junio	3,34	3,33
	Septiembre	3,44	3,10
	Diciembre	3,78	2,78
2009	Enero	3,62	2,81
	Febrero	3,68	2,78
	Marzo	3,82	2,89
	Abril	3,86	2,98
	Mayo	3,89	3,13
	Junio	3,94	3,26
	Julio	3,97	3,29
	Agosto	3,99	3,39
	Septiembre	3,99	3,40
	Octubre	3,96	3,45
	Noviembre	3,95	3,46
	Diciembre	3,93	3,37
2010	Enero	3,82	3,32
	Febrero	3,86	3,23
	Marzo	3,88	2,28
	Abril	3,89	3,30
	Mayo	3,92	3,23
	<b>Junio</b>	<b>3,93</b>	Preliminar 3,24
	<b>Julio</b>	<b>3,94</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 desde enero de 2002, sobre base propia. Los valores del año en curso son los observados a fin de dichos períodos. Las cifras anteriores se han actualizado al último mes por el diferencial entre los índices de precios minoristas local y estadounidense: Valor nominal x [IPC/CPI–Consumer Price Index]*

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