

## SÍNTESIS EJECUTIVA

- La sincronizada recuperación de la economía mundial quedó en evidencia con el crecimiento del PBI de Estados Unidos en el tercer trimestre de 2009, luego de cuatro trimestres consecutivos de descenso; si se mantiene el ritmo, a mediados de 2010 volverá al nivel del inicio del receso, punto del cual todavía está 2,7% por debajo.
- Los *drivers* de la recuperación son el estímulo monetario y fiscal aplicado en economías con capacidad ociosa y desempleo, la reducción en la aversión al riesgo (el EMBI bajó de 685 puntos a 320 en lo que va del año) y el debilitamiento del dólar frente a otras monedas; el dólar se depreció 10% desde diciembre de 2008 frente a un canasta de monedas y está 13% por debajo del valor del período 1995–2008.
- El principal riesgo para la economía mundial es el de una reacción lenta o insuficiente frente a los desequilibrios fiscales, cuya corrección gradual es imprescindible. La clave para sostener una política monetaria laxa es endurecer la política fiscal. El peor escenario es el de laxitud en ambos frentes, que avivaría la inflación y podría desembocar en la combinación de moneda dura y fisco laxo, aumentando las probabilidades de la temida “W”. Otros dos riesgos relevantes son la incubación de una nueva burbuja (y las economías emergentes encabezan la lista), dada la masa de fondos líquidos que buscan mayores rendimientos y el proteccionismo comercial.
- Las condiciones externas son extremadamente favorables para la Argentina por la combinación de la baja tasa de interés internacional, la caída en la aversión al riesgo, la acelerada recuperación de Brasil, el crecimiento del comercio mundial, precios de soja que se alinean con los buenos niveles de 2007, un shock climático favorable, a lo cual se agrega el efecto de la reapertura del canje con los *outholders*. Ello explica la reducción de la salida de capitales en el tercer trimestre (y un eventual ingreso neto en octubre) y la compra de dólares del BCRA.
- La producción industrial ha recuperado el 40% de lo perdido en el último trimestre de 2008; sin embargo, la comparación entre el tercer trimestre y el segundo de 2009 muestra una desaceleración. Ni las exportaciones ni la inversión privada impulsan la demanda total; lo que lidera la recuperación es el gasto público y un suave aumento del consumo privado, muy desperejo según sectores.
- El perfil de la expansión de la demanda es una de las razones del lento crecimiento de los recursos tributarios (6,6% en el tercer trimestre, 10% en los nueve meses en términos interanuales) que es una de las causas del significativo deterioro fiscal, junto con un gasto público creciendo en el entorno del 30%.

## SUMARIO INTERACTIVO

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

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

<b>SÍNTESIS EJECUTIVA</b>	<b>1</b>
<b>EXECUTIVE SUMMARY</b>	<b>4</b>
<b>1. EL CONTEXTO GENERAL</b>	<b>5</b>
<b>2. NIVEL DE ACTIVIDAD</b>	<b>11</b>
<b>3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN</b>	<b>15</b>
<b>4. FINANZAS PÚBLICAS</b>	<b>17</b>
<b>5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO</b>	<b>19</b>
<b>6. SECTOR EXTERNO</b>	<b>21</b>
<b>ANEXO ESTADÍSTICO</b>	<b>26</b>

## CUADROS RESUMEN

### 1. EL CONTEXTO GENERAL

Brasil ha tenido un desempeño sobresaliente en la crisis, siendo destacable lo siguiente: haber evitado una caída en el PBI del año 2009 con solamente dos trimestres de baja; sostener el crecimiento con un moderado déficit en la Cuenta Corriente del Balance de Pagos; lograr un salto cualitativo en las exportaciones, a pesar de la tendencia de su moneda a apreciarse en el mediano plazo; su capacidad para mantener la competitividad pese a la revaluación del real.

En nuestro país, el último bimestre del corriente año está signado por la necesidad de que el efecto de la recuperación económica consolide y alimente la recaudación fiscal, en un contexto en el cual su incremento resulta exiguo.

### 2. NIVEL DE ACTIVIDAD

La producción industrial lleva acumulada una baja de 8,9% en los primeros nueve meses del año en comparación con igual período del año anterior, de acuerdo con el indicador elaborado por FIEL, habiendo disminuido progresivamente su negatividad trimestre a trimestre (-12,1% en el primero a -6,9% en el tercero).

Pero la serie desestacionalizada pone de relieve un estancamiento en el tercer trimestre (0,1% respecto del inmediato anterior), quedando en el nivel alcanzado por el fuerte impulso del segundo trimestre, de 5,1% respecto del primero del corriente año.

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

Según la Encuesta de Expectativas de Inflación relevada en el mes de octubre por el Centro de Investigación en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella, la mediana y el promedio de respuestas sobre la inflación esperada para los próximos doce meses se ubicaron en el 20% y el 31,5%, respectivamente, lo cual parece constituir una sobrestimación del futuro aumento de los precios al consumidor.

### **4. FINANZAS PÚBLICAS**

La recaudación fiscal de octubre se caracterizó por los siguientes factores: desaceleración del ritmo de disminución de los ingresos por derechos a las importaciones y por el IVA–Aduana, que sugiere que está disminuyendo la intensidad de la caída en las compras externas; fuertes bajas interanuales en los ingresos por derechos a las exportaciones; mantenimiento de un significativo crecimiento en el IVA–DGI; estancamiento en el crecimiento interanual del Impuesto a las Transacciones Financieras.

En los primeros nueve meses del corriente año el resultado fiscal total fue negativo en 4,8 miles de millones de pesos. En el curso de 2009 no hubo ningún trimestre con resultado total corregido positivo (descontando los denominados ingresos de la propiedad).

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

El contexto propicio en los mercados internacionales y las expectativas favorables que abrió el anuncio de la reapertura del canje con los bonistas, provocó un ingreso de fondos del exterior y el abandono de posiciones en activos externos por parte de residentes.

La disminución de los depósitos en dólares en el mes de octubre podría estar alimentando la oferta de dólares en el mercado de cambios el crecimiento de los depósitos en pesos. Pero los préstamos al sector privado no reaccionan todavía, lo cual en alguna medida constituye una fuerza contractiva que compensa la fuerte expansión del sector público.

### **6. SECTOR EXTERNO**

Las exportaciones del tercer trimestre no solamente descendieron en términos interanuales sino que también lo hicieron respecto del segundo trimestre del corriente año. Las importaciones se recuperaron levemente en septiembre, debiendo recordarse que en Escenarios 2010 se había planteado que era difícil imaginar una expansión de la economía con una caída de las importaciones como la del primer semestre de 2009. De este modo, la Balanza Comercial viene descendiendo desde el pico de mayo al ir cerrándose la brecha entre exportaciones e importaciones.

Conociendo apenas los datos de comercio exterior de julio, en las referidas proyecciones se postulaba que, si la economía crecía en el segundo semestre de este año, el superávit de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos observado en el primer semestre –en el cual un aporte clave proviene de exportaciones e importaciones– tendería a reducirse en el segundo semestre de 2009.

## EXECUTIVE SUMMARY

- The synchronized global economic recovery was evident with the growth of U.S. GDP in the third quarter of 2009, after four consecutive quarters of decline; if it keeps up, in mid-2010 it will return to the starting level of the break point, from which it is still below 2.7 %
- Drivers of recovery are the monetary and fiscal stimulus applied in economies with idle capacity and unemployment, the reduction in risk aversion (the EMBI fell from 685 points to 320 so far this year) and the weakening of the dollar against other currencies; the dollar depreciated 10% since December 2008 against a basket of currencies and is 13% below the value of the period 1995-2008.
- The main risk to the global economy is a slow or insufficient reaction to address fiscal imbalances, whose correction is necessarily gradual. The key to sustaining a lax monetary policy is tightening the fiscal policy. The worst scenario is the laxity on both fronts, which could stoke inflation and lead to the combination of hard currency and lax monetary policy, increasing the likelihood of the dreaded "W". Two other relevant risks are incubating a new bubble (and emerging economies top the list), given the mass of liquid funds seeking higher returns and trade protectionism.
- External conditions are highly favorable to Argentina by the combination of low international interest rates, the decline in risk aversion, the rapid recovery of Brazil, the growth of world trade, soybean prices that are aligned with good 2007 levels, a favorable climate shock, to which is added the effect of the reopening of trade with the outholders. This explains the reduction of capital outflows in the third quarter (and a possible net income in October) and the Central Bank's dollar buying.
- Industrial production has recovered to 40% of what was lost in the last quarter of 2008; however, the comparison between the third quarter and the second from 2009 shows a slowdown. Neither exports nor private investment are driving overall demand, the recovery is led by government spending and a slight increase in private consumption, very uneven by sector.
- The profile of the expansion of demand is one reason for the slow growth of tax revenues (6.6% in the third quarter, 10% in the nine months in inter annual terms) which is a cause of the significant tax deterioration, together with public spending growing at around 30%.

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

## 1. EL CONTEXTO GENERAL

**1.1.** La economía mundial transita un proceso de recuperación sincronizada que gradualmente extiende su base. La pérdida, en términos de PBI, que se acumuló entre julio de 2008 y junio de 2009, fue de 4,2% para el conjunto de las economías desarrolladas; pero las economías en desarrollo salieron airoas con una expansión de 0,4%. Particularmente en Japón, Unión Europea y Europa Emergente, las caídas de PBI fueron significativas: 6,0%, 4,5%, 4,9%, respectivamente. Paradójicamente, en Estados Unidos y América Latina las bajas fueron algo menores: 3,6% y 3,3%, mientras Asia pudo crecer 3,8%.

Se espera que, de mantenerse la tendencia observada en el tercer trimestre, a Estados Unidos le lleve entre cuatro y cinco trimestres (desde junio de 2009) y a Unión Europea entre cinco y seis trimestres volver a los niveles de junio de 2008. **En resumidas cuentas, no será hasta junio/septiembre del año 2010 que el PBI de esas economías recuperará los niveles pre crisis.** La buena noticia es que en Latinoamérica ello ocurrirá en el último trimestre de 2009.

**1.2.** Cuatro factores, que han sido exhaustivamente desarrollados en Informes previos, explican este desempeño.

**a) Un estímulo monetario y fiscal de gran magnitud aplicado sobre una economía con alta subutilización de recursos productivos** (en Estados Unidos la tasa de desocupación fue de 9,6% en el tercer trimestre de 2009 contra 5,3% de un año atrás); el déficit fiscal estadounidense llegará a 10,5% en un contexto de aumento del gasto público de 18%.

**b) A diferencia de otras crisis, en este caso quedó afectado el consumidor más que el sector empresario** (con las lógicas excepciones del sector automotriz, inmobiliario y de bienes de alta elasticidad ingreso en general). **Ello da espacio a una recuperación de las empresas en otros sectores, que están aprovechando las bajas tasas de interés para colocar deuda.**

**c) El tercer factor es la baja en la aversión al riesgo**, que ya permitió recuperar un 60% de la pérdida inicial en las acciones, precipitó una baja del riesgo percibido en los países emergentes (el EMBI bajó de 685 a 320 puntos en los últimos doce meses y el riesgo Brasil de 474 a 220 puntos, para citar un ejemplo) y derrumbó el *spread* sobre los bonos soberanos de la deuda corporativa de alto riesgo.

**d) La caída del valor real del dólar, que resulta congruente con la necesidad de corrección de sus déficits estructurales.** En ese sentido, el valor a septiembre es 10% más bajo (dólar depreciado) del promedio 1995-2008 y es similar con el de los años 1995-1996, cuando el déficit de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos estadounidense era de solamente 1,5% del PBI. Daría la impresión, sin embargo, que ese tipo de cambio real está todavía algo apreciado, dado el actual nivel del déficit de la Cuenta Corriente (4% del PBI) y ello refleja los cambios operados en la estructura de la economía de Estados Unidos y del

comercio mundial (China). Como referencia, el valor mínimo de la serie, junio de 2008, fue 75,8, como puede verse en el siguiente cuadro.

**Cuadro 1.1**  
**TIPO DE CAMBIO REAL**  
(Año 2000 = 100)

	Estados Unidos	Unión Europea	Brasil
Promedio 1995-2008	92,2	117,0	112,3
2008 (Promedio)	79,6	131,2	174,1
Marzo	78,4	131,1	176,4
Junio	75,8	136,1	191,4
Septiembre	79,7	129,9	178,1
Diciembre	89,0	126,4	143,5
2009			
Marzo	94,2	124,6	150,5
Junio	86,9	127,4	168,5
Septiembre	82,8	131,8	175,0

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de J. P. Morgan. Septiembre estimado (euro 1,47, real 1,79 al 30/9).

**1.3. La laxitud monetaria es condición necesaria de la solución y ello queda en evidencia en las determinaciones de la Reserva Federal y del G-20. Pero ello debe ser acompañado por una corrección fiscal y el tiempo disponible para que esta se produzca no es infinito. La laxitud monetaria combinada con laxitud fiscal afectaría la credibilidad y derivaría en presiones de diverso tipo, desde el surgimiento de nuevas burbujas hasta presiones inflacionarias, hoy dominadas por la brecha de Producto. Por otra parte, una reacción extemporánea de la tasa de interés (para evitar esas tensiones) provocaría una combinación de laxitud fiscal y dureza monetaria de mal pronóstico.**

Por ello, lo que se requiere es el *crowding in* y no el *crowding out* del sector privado, trasladar el rol de locomotora del sector público al sector privado y articular la mayor propensión al ahorro de los ciudadanos estadounidenses, con una mayor propensión al gasto en los asiáticos (y en particular en China).

**1.4. La situación externa plantea otro riesgo: el de la formación de una nueva burbuja, ahora fuera de Estados Unidos, probablemente en algún país emergente.** La afluencia de capitales hacia países emergentes que provoca la caída en la aversión al riesgo y la búsqueda de rendimientos ha derivado en una suerte de *carry trade*, similar al que existió entre el yen japonés y dólar estadounidense durante el período previo a la crisis *subprime*; que provocó el debilitamiento del yen y contribuyó a sostener a la moneda de Estados Unidos. Ahora, el riesgo es que éste sea el país de “origen” y no de destino; dada su magnitud es difícil imaginar cómo las economías emergentes podrían absorber ese exceso de fondos con herramientas convencionales. Si, como solución, hacen colapsar sus tasas de interés internas, el peligro de la burbuja no desaparecerá.

- 1.5. Es cierto que Brasil ha tenido un desempeño sobresaliente en la crisis, que demuestra una importante flexibilidad; en el Cuadro 1.2 se presenta la evolución de algunos indicadores clave.

**Cuadro 1.2**  
**BRASIL**

	2006	2007	2008	2009	2010
PBI (Δ%)	2,9	5,7	5,1	0,0	4,5
Inflación (Δ%)	3,1	4,5	4,9	4,2	5,5
Cta. Cte. Balance de Pagos (% PBI)	1,4	0,3	-1,9	-1,5	-2,0
Resultado Fiscal (% PBI)	-3,4	-2,2	-1,5	-2,7	-2,2
Exportaciones (miles de millones de USD)	137,5	160,6	198,7	166,8	190,0
Reservas (miles de millones de USD)	85,6	179,4	195,0	175,0	185,0
EMBI (a septiembre)	230	190	283	239	

FUENTE: elaborado sobre la base de datos J.P. Morgan y del CEI.

Lo destacable de este desempeño es:

- a) **Haber logrado evitar una caída del PBI en el año 2009 y haber salido airoso con solamente dos trimestres de caída (respecto del trimestre previo).** Tardío ingreso, corta duración y temprana salida. Las proyecciones para 2010 muestran una relativamente elevada tasa de crecimiento.
- b) Sostener el crecimiento con un solamente moderado déficit de Cuenta Corriente.
- c) **Un salto cualitativo en el nivel de exportaciones, a pesar de la tendencia revaloratoria de mediano plazo del real.**
- d) **Su flexibilidad cambiaria. Entre junio y diciembre de 2008 depreció su moneda 25% en términos reales** (frente a una canasta de monedas, según J. P. Morgan) sin que ello impactara severamente en el nivel de precios.
- e) Su capacidad de mantener competitividad pese a esta revaluación, atribuible a un sinnúmero de factores (expansión de la frontera agrícola, calidad de las políticas internas, políticas internacionales, alta eficiencia de la organización económica).

- 1.6. **La Argentina transita entonces una etapa de condiciones externas que han repercutido en una desaceleración del ritmo de salida de capitales en el tercer trimestre del año, en una reducción de la prima de riesgo y en una significativa presión de oferta en el mercado de cambios, que motivó que el BCRA realizara fuertes compras de dólares para mantener el tipo de cambio.**

El Cuadro 1.3 ilustra la desaceleración de la salida de capitales, atribuible en parte a la menor formación de activos externos de residentes (rubro que integra la Cuenta Capital).

**Cuadro 1.3**  
**BALANCE CAMBIARIO**  
(En miles de millones de dólares)

	<b>Cuenta Corriente (1)</b>	<b>Cuenta Capital (2)</b>	<b>Formación activos</b>	<b>Compra de dólares BCRA</b>
2008 (Año)	15,7	-15,7	-23,1	-1,0
I Trimestre	3,6	-0,1	-2,3	2,6
II Trimestre	4,5	-7,1	-8,4	-2,7
III Trimestre	5,0	-5,0	-5,8	1,3
IV Trimestre	2,6	-3,4	-6,6	-2,2
2009 (Año)				
I Trimestre	2,8	-2,5	-5,7	-2,2
II Trimestre	4,6	-5,3	-5,6	0,0
III Trimestre	2,1	-2,9	-3,0	<b>0,9</b>

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del BCRA.

Obsérvese que a la caída del excedente de la Cuenta Corriente cambiaria (de 5,0 a 2,1 miles de millones interanual) siguió una correlativa disminución de la salida de capitales, que facilitó que el resultado de la compra de dólares no se redujera significativamente en términos interanuales y aumentara respecto del primer semestre de 2009. Esta tendencia se profundizó en el mes de octubre, en el cual el BCRA adquirió 1,3 miles de millones de dólares, según la información disponible a la fecha de cierre de este Informe.

- 1.7.** La tendencia señalada tuvo como correlato una disminución de la prima de riesgo país, como se observa en el Cuadro 1.4., luego del ascenso del último trimestre de 2008 tanto absoluto como respecto de Brasil; sobrevino una primera caída entre marzo y junio y otra entre junio y octubre, que el anuncio de la reapertura del canje con los *outholders* profundizó.

**Cuadro 1.4**  
**PRIMA DE RIESGO**

	<b>Argentina</b>	<b>Brasil</b>	<b>México</b>	<b>Argent.-Brasil</b>
Junio 2006	383	206	149	121
Diciembre 2006	249	147	105	43
Junio 2007	289	214	82	142
Diciembre 2007	394	276	142	180
Marzo 2008	530	195	171	254
Junio 2008	560	283	138	365
Septiembre 2008	791	474	218	508
Diciembre 2008	1.815	430	404	1.341
Marzo 2009	<b>1.827</b>	281	381	<b>1.397</b>
Junio 2009	1.122	239	236	841
Septiembre 2009	815	240	207	575
Octubre 2009	<b>700</b>	230		470

FUENTE: elaborado sobre la base de datos J. P. Morgan y CEI.

Por cierto, la compra de dólares de nuevo impulsó a la monetización, como se explica en la sección 5.

**1.8. La actividad industrial creció sólidamente en el segundo trimestre del año respecto del primero, luego de cuatro trimestres consecutivos de caída; de esta manera se recuperó alrededor del 40% de la baja previa. Sin embargo, una señal para atender es la desaceleración observada en el tercer trimestre en comparación con el segundo (véase cuadro 2.2).**

Debe tenerse en cuenta que, en la fuerte expansión del segundo trimestre sobre el primero de 2009, tal vez haya influido la necesidad de recomponer algunos inventarios que habían quedado drásticamente reducidos en el cuarto trimestre de 2008 y en el primero del corriente año. Pasado este efecto de una sola vez, es plausible que esto haya incidido en la desaceleración de la producción industrial observada en el tercer trimestre respecto del segundo.

En rigor, en el tercer trimestre, las señales son mixtas en término de actividad y la evolución de la demanda agregada así lo explica: i) las exportaciones han caído sustancialmente en volumen físico y en valor y ello alcanza a las MOI; ii) la inversión privada no reacciona. Los dos *drivers* más genuinos de un crecimiento sustentable no están operando, por el momento. En cambio, el gasto público –que en septiembre creció 30% interanual– impulsa la demanda interna.

En relación al consumo privado, la información es particularmente confusa. Los datos de las ventas en supermercados y centros de compras es auspiciosa; los que surgen de expectativas de gasto de las familias, en cambio, arrastran un nivel bajo y estable, similar al del tercer trimestre de 2008. Otro tanto ocurre con la respuesta de las personas respecto de si han aumentado o disminuido sus compras en los últimos meses.

**1.9. El último bimestre del año está enmarcado en el mismo contexto que fuera analizado en el anterior Informe Mensual: la necesidad de que el efecto de la recuperación económica consolida y alimente la recaudación fiscal, en un clima en el cual, mes tras mes, el crecimiento de la recaudación luce exiguu (véase la sección 4.).**

**Cuadro 1.5**  
**RESULTADO DEL SECTOR PÚBLICO NACIONAL**  
(En miles de millones de pesos)

	Resultado Primario (1)	Resultado Total (2)	Rentas de la propiedad (3)	Resultado Primario (4)
2003	8,7	1,8	0,7	8,0
2004	17,3	11,7	1,4	15,9
2005	20,0	9,0	0,7	19,3
2006	24,1	12,5	3,2	20,9
2007	25,8	9,8	4,3	21,5
2008	33,0	14,5	8,3	24,7
9 meses 09	<b>8,6</b>	<b>-4,7</b>	7,0	<b>1,6</b>
9 meses 08	32,0	21,4	7,0	25,0

(4) Resultado Primario Corregido (1) menos (3)

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

En el Cuadro 1.5 se mostró la evolución del resultado fiscal del sector público nacional, tanto el primario cuanto el total y se agrega un nuevo indicador; el resultado preprimario, que parte de excluir de los ingresos las utilidades que recibe el Tesoro del BCRA y de ANSES.

En los próximos meses la dinámica de la recaudación se verá afectada al comenzar a aparecer en la base de comparación los ingresos por aportes personales, que hasta fines de 2008 se destinaban a las cuentas personales en las AFJP y que desde entonces se vuelcan a ANSES; ello quitará 4 puntos porcentuales al aumento de la recaudación.

**1.10.** Por cierto, la inminencia de la reapertura del canje contribuyó al ingreso de fondos, al igual que el hecho de que los activos argentinos tuvieron una baja o nula participación en muchos portafolios emergentes; **el rebalanceo de los mismos favoreció el proceso de baja de la prima de riesgo ya mencionada.**

Una normalización de la relación con los acreedores externos o, al menos, una reducción sustancial de los *outholders* remanentes, permitiría eventualmente un acceso de la Argentina a algunos segmentos del mercado internacional de capitales y un alivio fiscal.

En ese sentido y paradójicamente, tanto el fracaso cuanto el éxito de la operación presuponen riesgos, claro que de diferente índole.

**El riesgo asociado a un eventual fracaso (que podría deberse a cuestiones políticas, operativas o económicas) es obvio: un golpe adverso a las expectativas y una dificultad para el financiamiento, que obligaría al sector público a explorar otras alternativas para mantener controladas las cuestiones públicas.**

**El riesgo asociado al éxito es que se posterguen las acciones dirigidas a lograr una desaceleración en el ritmo de crecimiento del gasto público y una recomposición genuina del deterioro observado en el año 2009, del cual se dio cuenta en 1.5.** En ese contexto, el aumento del gasto público, tanto en términos del PBI cuanto en dólares, pondría presión sobre el sector público provocando el *crowding out* del sector privado, cuando la estrategia de crecimiento sustentable requiere el *crowding in*.

La clave del éxito para una economía que comienza a recuperarse luego de un shock adverso y que utilizó políticas públicas para sobrellevarlo, es como transferir el rol de “locomotora” nuevamente al sector privado. De eso se tratan las *exit strategy* de las economías desarrolladas: como retirar gradualmente el andador que ayudó al niño a dar sus primeros pasos.

Los errores de sintonía fina son difíciles de corregir en este proceso, que requiere, en cualquier economía y en cualquier país, un correcto diseño de la estrategia y una mejor implementación.

## 2. NIVEL DE ACTIVIDAD

**2.1.** El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE), indicador de INDEC que anticipa la evolución del PBI a precios constantes, estimó para agosto un leve variación de 0,1% en comparación con igual mes de 2008.

En el acumulado de los primeros ocho meses la referida variación fue de 0,2%, también en comparación con igual período del año anterior.

**2.2.** El cuadro adjunto muestra la evolución de la producción industrial según los índices elaborados por INDEC y FIEL.

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

Con estacionalidad	INDEC EMI %	FIEL IPI %
Sept. 2009/Sept. 2008	0,1	-8,2
Trim. III 2009/Trim. III 2008	-1,0	-6,9
9 meses 2009/9 meses 2008	-1,3	-8,9

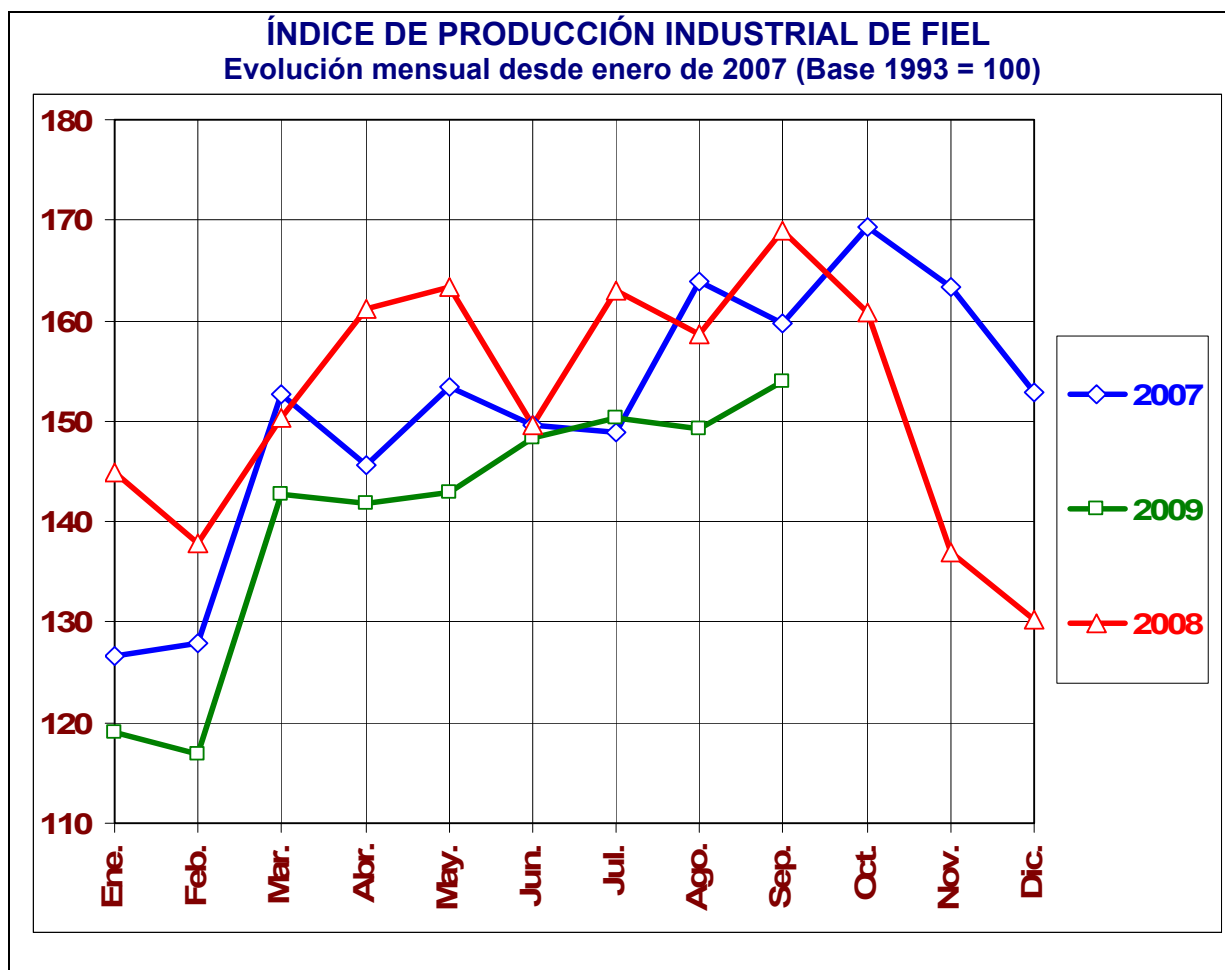
FUENTE: elaborado sobre la base datos de INDEC y FIEL (23-10-09 y 21-10-09).

**Continúa la diferencia entre ambos indicadores, de 8,3 puntos porcentuales en septiembre y de 7,6 puntos en el acumulado de los primeros nueve meses del año. Debe reiterarse que en el Sistema de Cuentas Nacionales el EMI constituye un insumo para las estimaciones del Producto del sector Industria Manufacturera.**

**2.3. En los Informes Mensuales números 234 y 235 se fue anticipando que a partir de julio el IPI iba a enfrentar una alta base de comparación, factor que incidiría en todo el tercer trimestre,** debido a la recuperación de producción posterior al paro agropecuario de junio de 2008 y a las restricciones en el suministro de gas.

Efectivamente, el gráfico de la página siguiente muestra el recorrido del IPI en el corriente año, que fue siguiendo un sendero incluso inferior al del año 2007, salvo en junio-julio. **En realidad, esta alta base de comparación va a persistir hasta octubre inclusive,** dado que la fuerte caída de la producción se produjo en noviembre-diciembre del año pasado, más allá de los factores estacionales.

**Por lo tanto, no debe sorprender que en los dos últimos meses del año el IPI registre tasas interanuales fuertemente positivas.**



2.4. El siguiente cuadro se concentra en las variaciones interanuales del IPI trimestre a trimestre en los últimos seis periodos.

**Cuadro 2.2**  
**ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (IPI)**  
(Tasas de variación %)

	(1)	(2)
Trim. II 2008	5,6	-1,3
Trim. III 2008	3,8	0,0
Trim. IV 2008	-11,9	-10,3
Trim. I 2009	-12,1	-1,8
Trim. II 2009	-8,1	5,1
Trim. III 2009	-6,9	0,1

(1) Respecto de igual período del año anterior, con estacionalidad.

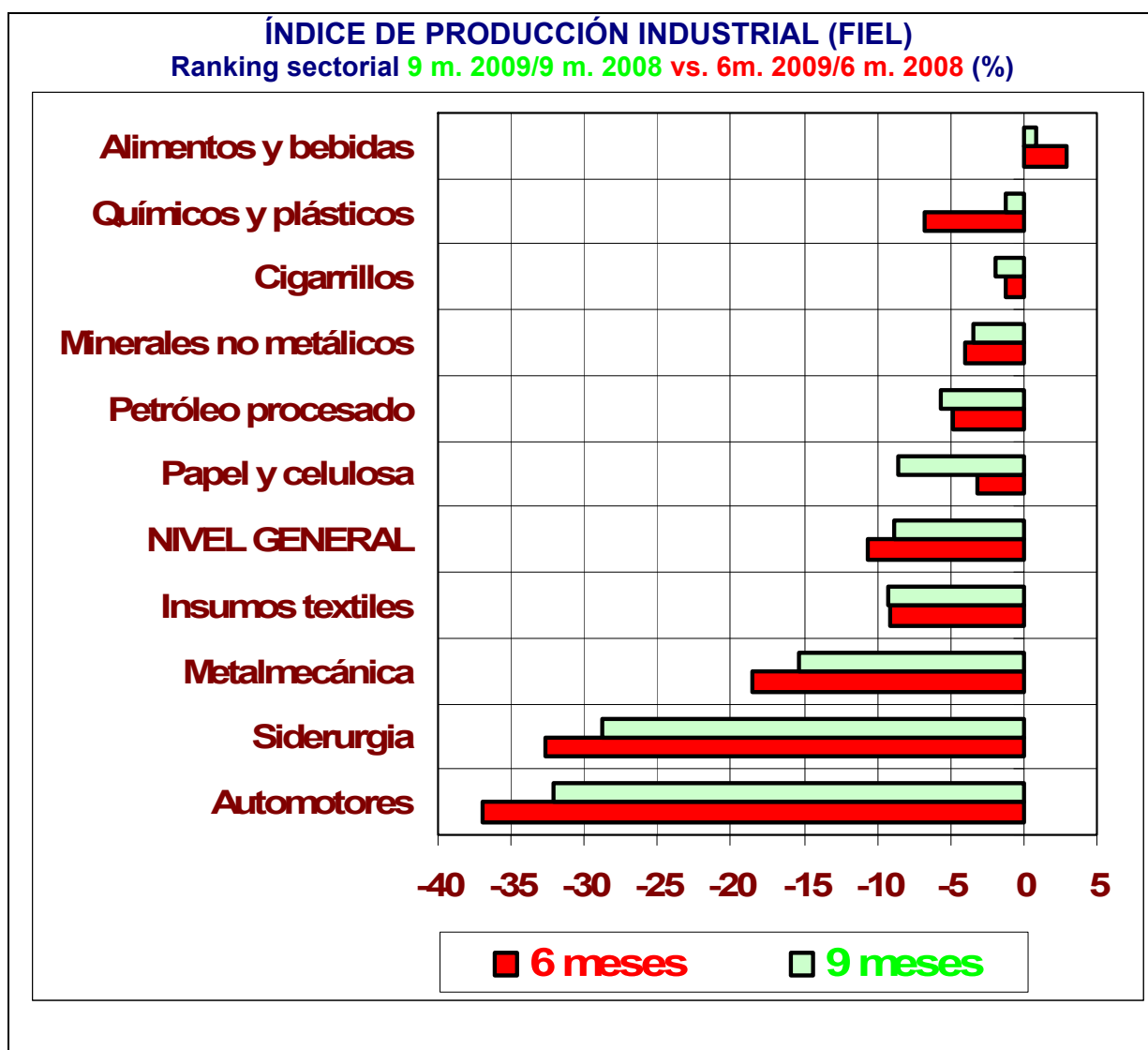
(2) Respecto del período anterior, sin estacionalidad.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de FIEL (21-10-2009 y anteriores).

La tasa de variación interanual ha ido disminuyendo progresivamente en su negatividad, aunque la serie desestacionalizada pone de relieve un estancamiento en el tercer trimestre, quedando en el nivel alcanzado por el fuerte impulso del segundo trimestre.

Con relación al crecimiento de 5,1% en la columna (2), en 1.8. se planteó la posibilidad de que se haya debido a la recomposición de stocks, reducidos en el cuarto trimestre del año pasado y el primero del corriente. Cumplido este proceso, la producción volvió a depender solamente de la demanda del período.

2.5. El gráfico adjunto muestra la evolución de los sectores que componen el índice de FIEL, ordenados por la variación interanual de los primeros nueve meses de 2009, en comparación con el comportamiento sectorial en el primer semestre del corriente año.



Alimentos y bebidas registró un crecimiento de 0,9% al comparar los nueve primeros meses con igual período del año anterior, en tanto que los demás rubros registraron variaciones negativas. Con una caída significativamente mayor que el Nivel General se encuentran Metalmecánica (-15,4%), Siderurgia (-28,8%) y Automotores (-32,1%). A título comparativo, en igual período el EMI de INDEC informó un crecimiento del 11,1% en el sector Industria alimenticia y una baja de 23,6% en Vehículos automotores.

Al considerar la variación a los seis meses, Alimentos y bebidas tenía una mejor posición en ese período (2,9%) frente a la de nueve meses (0,9%). Similar situación presentaron Insumos textiles, Papel y celulosa, Petróleo procesado y Cigarrillos.

**Los seis sectores restantes mejoraron su performance al llegar a los nueve meses, empezando por los tres últimos, Automotores, Siderurgia y Metalmecánica, destacándose Insumos químicos y plásticos, que recortó la baja de -6,7% a -1,3%.**

- 2.6.** El Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC), elaborado por INDEC, registró en septiembre una disminución de 1,9% en comparación con igual mes de 2008; respecto del mes anterior, la serie sin estacionalidad creció levemente 0,3%. (*Anexo Estadístico, Cuadro II*)

A nivel desagregado, en septiembre se informaron subas interanuales en despachos al mercado interno de pinturas para construcción, en ladrillos huecos y en pisos y revestimientos cerámicos, en el rango de 9%–18%; en tanto que hubo bajas en cemento y en hierro redondo para hormigón, entre 6%–13%. Como punto de referencia, el Estimador Mensual Industrial del referido organismo estimó en esa misma comparación variaciones interanuales de -3,0% en Cemento y de 11,0% en Otros materiales de construcción.

En el tercer trimestre y también en términos interanuales, el descenso fue de 3,9%; y en comparación con el segundo trimestre del corriente año se verificó una mejora de apenas 0,2%. En el acumulado de enero–septiembre la reducción fue de 2,7% respecto de igual período del año anterior.

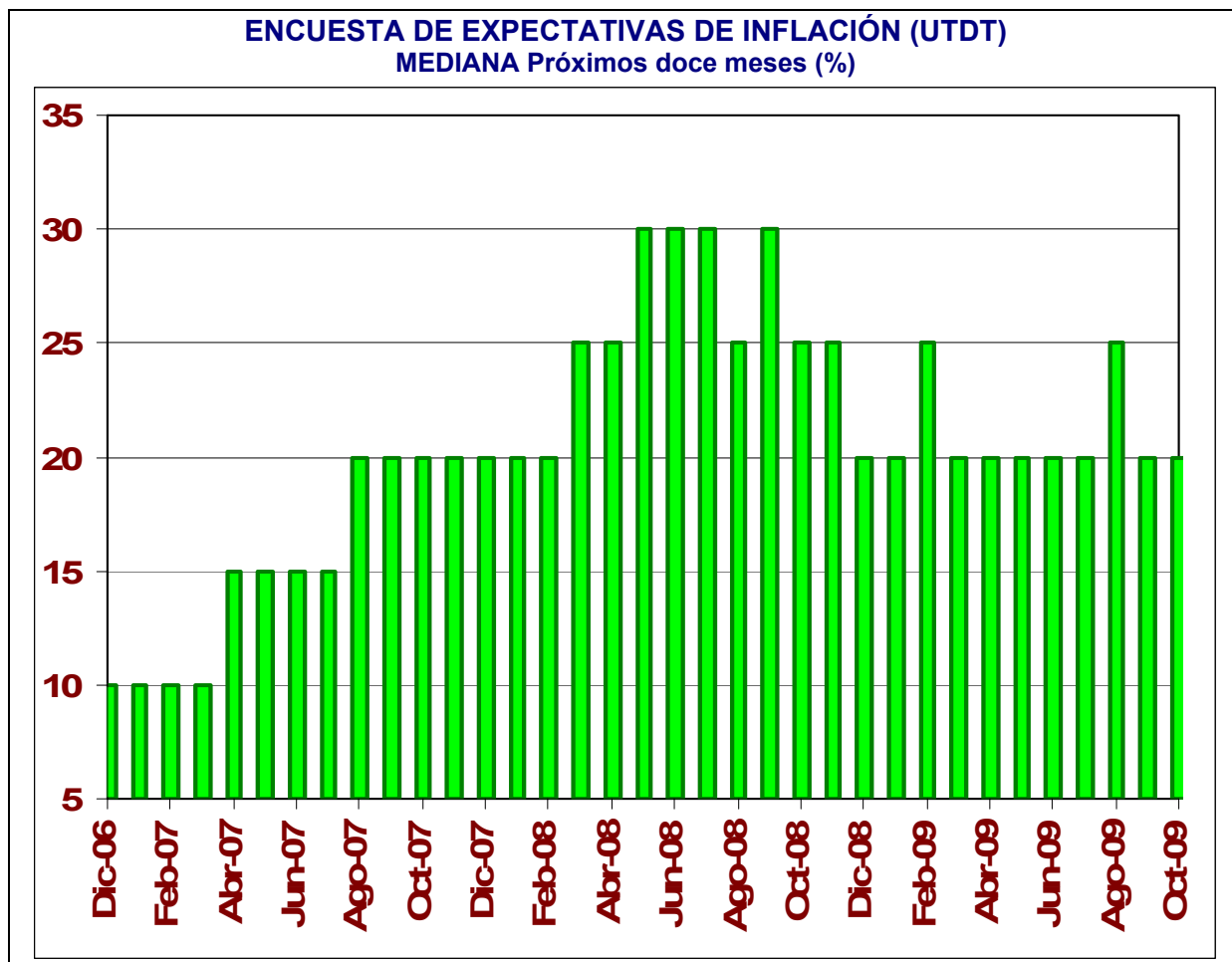
**La serie Tendencia–Ciclo, que en Base 1997 = 100 había alcanzado en el segundo trimestre de 2008 un nivel máximo de 143, descendió hasta 135 en el segundo trimestre del corriente año, llegando a 136 en el tercer trimestre.**

Características del indicador

El ISAC muestra la evolución del sector tomando como referencia la demanda de insumos requeridos en la construcción. Está compuesto por el análisis agregado de cinco tipologías de obra que tienen similares requerimientos técnicos: edificios para vivienda, para otros destinos, obras viales, construcciones petroleras y otras obras de infraestructura. Los insumos son los siguientes: asfalto, caños de acero sin costura, cemento, hierro redondo para hormigón, ladrillos huecos, pisos y revestimientos cerámicos, pinturas para construcción y vidrio plano. Se identifica a cada bloque con una función de producción que relaciona los requerimientos de insumos con el producto de la obra, de acuerdo con la Matriz de Insumo Producto de 1997.

### 3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

3.1. El gráfico adjunto muestra la evolución mes a mes, desde diciembre de 2006, de la encuesta relevada por el Centro de Investigación en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella acerca de las expectativas de inflación para los próximos doce meses, de acuerdo con la ficha técnica de la página siguiente.



Según la información difundida, en el mes de octubre la inflación esperada por los encuestados es de 20% para los próximos doce meses de acuerdo con la mediana (elemento de una serie ordenada de valores crecientes, de forma tal que la divide en dos partes iguales) y de 31,5% en la media, debiendo tenerse presente que los promedios están muy influidos por los valores extremos.

Como puede verse, la serie Mediana se ubicaba en el 10% en diciembre 2006–marzo 2007, alcanzando un pico de 30% en mayo 2008–junio 2008 y también en septiembre de dicho año, con un posterior descenso hasta el referido 20%.

Por otra parte, el aumento de los precios minoristas según mediciones alternativas se ubicó en el orden de 21% tanto en 2007 como en 2008 entre puntas, pero la variación septiembre 2009/septiembre 2008 fue inferior a 14%. Más aún, ya la comparación marzo 2009/marzo 2008 se había ubicado en 15%.

**Las expectativas de los encuestados para los próximos doce meses parecen sobrestimar la inflación futura, ante sus dudas sobre las mediciones del IPC–GBA, las noticias acerca de incrementos en las remuneraciones en los convenios colectivos de trabajo o el efecto inercial cuando descienden las tasas de variación de precios, entre otras razones.**

Ficha Técnica

Universo: población general de grandes centros urbanos, mayor de 18 años.

Tipo de encuesta: telefónica.

Localidades: Capital Federal, Gran Buenos Aires, Córdoba, Rosario, Mendoza, Tucumán, La Plata, etc.

Tamaño de la muestra: 1.208 casos.

Error estadístico: +/- 3,5%.

Trabajo de campo: entre el 1 y el 10 de octubre de 2009.

Ejecutor: Poliarquía Consultores.

- 3.2.** En el Informe Mensual número 233 de julio de 2009 se analizó el tema de la pobreza, poniendo de relieve que a partir de 2007 se produjeron circunstancias negativas tales como la aceleración de la inflación y el amesetamiento de la creación de empleo, presentándose estimaciones de consultores privados acerca a la población urbana en situación de pobreza, entre otros aspectos, **destacándose que el eje de la discusión estaba pasando del empleo a la incidencia de la pobreza.**

Precisamente, sobre la fecha de cierre del presente Informe Mensual se difundió el decreto de necesidad y urgencia que otorga la asignación universal para protección social por hijo menor de 18 años o en situación de incapacidad, estableciendo una asignación mensual de 180 pesos por hijo hasta alcanzar un máximo de cinco.

De acuerdo con la información oficial, la medida tiene como objetivo llegar a todos aquellos padres que tengan hijos en las referidas condiciones, desocupados o no registrados en la economía formal, con ingresos que no superen 1.500 pesos.

El programa se financiará e instrumentará con fondos de ANSES, estimándose un costo fiscal del orden de 10,0 miles de millones de pesos, comenzando a regir el 1° de noviembre próximo. La asignación la cobrarán los padres o tutores, debiendo acreditar la escolaridad de los hijos desde los cinco años y el cumplimiento de planes de vacunación hasta los cuatro años de edad.

#### 4. FINANZAS PÚBLICAS

**4.1.** La recaudación tributaria en octubre volvió a resultar menguada. Ascendió a 26.417 millones de pesos, con un amento de 8,8% sobre el mismo mes de 2008. En los primeros 10 meses del año la recaudación tuvo un incremento interanual de 11,9%. Si se excluyen los recursos provenientes del cambio de régimen previsional de octubre de 2008, el crecimiento interanual de octubre sería solamente de 4,3%.

Dentro de la recaudación de octubre se destacó:

- a) La desaceleración del ritmo de caída de los ingresos por derechos a las importaciones y por el IVA Aduana, que sugieren una correlativa mitigación en la intensidad de la caída de las importaciones.
- b) Fuertes bajas interanuales en los ingresos por derechos a las exportaciones.
- c) Mantenimiento de un crecimiento significativo en el IVA–DGI, levemente superior al 20%.
- d) Estancamiento en el crecimiento interanual del Impuesto a las Transacciones Financieras.

**4.2.** En los primeros nueve meses del año, como fue señalado en 1., el resultado total fue negativo en 4,8 miles de millones (11,8 miles de millones en su versión corregida).

La información detallada por trimestre se presenta en el Cuadro 4.1 y es harto contundente.

**Cuadro 4.1**  
**RESULTADO FISCAL POR TRIMESTRE**  
(En miles de millones de pesos)

	2009				2008				Δ%	
	I (a)	II (b)	III (c)	9 m. (d)	I (e)	II (f)	III (g)	9 m. (h)	c/g	d/h
1. Recursos Totales	54,4	62,1	62,9	179,4	47,9	56,0	59,0	162,9	6,6	10,1
2. Gasto Primario	49,9	59,5	61,4	170,8	39,1	44,5	47,7	131,3	28,7	30,0
3. Superávit Primario	4,5	2,6	1,5	8,6	8,8	11,5	11,3	31,6		
4. Intereses	3,6	5,3	4,5	13,4	4,0	3,2	3,2	10,4	40,6	28,8
5. Resultado Total	0,9	-2,7	-3,0	-4,8	4,8	8,3	8,1	21,2		
6. Renta Propiedades	0,9	3,8	2,3	7,0	1,6	2,9	2,1	6,6	9,5	6,1
7. Res. Preprimario (3-6)	3,6	-1,2	-0,8	1,6	7,2	8,6	9,2	25,0		
8. Res. Tot. Correg. (5-6)	0,0	-6,5	-5,3	-11,8	3,2	5,4	6,0	14,6		
9. Gasto Total	53,5	64,8	65,9	184,2	43,1	47,7	50,9	141,3	29,5	30,3

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

**En primer lugar, en el año 2009 no hubo ningún trimestre positivo con resultado total corregido (resultado total neto de ingresos de la propiedad) y tanto en el segundo cuanto en el tercero ya el resultado preprimario (primario neto de ingresos de la propiedad) fue también negativo.** Ello contrasta marcadamente con lo ocurrido en cada trimestre de 2008 (del primero al tercero).

En segundo término, el crecimiento interanual de los recursos totales fue languideciendo: 10,1% en los nueve meses y 13,6%, 10,9% y 6,6% en el primero, segundo y tercer trimestre del año, respectivamente. Ello se contradice con el resultado que mostró la actividad económica, aunque existen rezagos entre actividad e ingresos fiscales.

Tercero, tanto el gasto total cuanto el primario “volaron” respecto de los recursos: 30,3% en los nueve meses, y 24,1%, 35,8% y 29,5% en cada trimestre (interanual). **Más allá de la desaceleración del crecimiento en el tercer trimestre, la dinámica del gasto es totalmente inconsistente con la de los recursos.**

- 4.3.** Las cifras de septiembre no resultaron tampoco alentadoras. El resultado financiero arrojó un déficit de 2,2 miles de millones y el primario un superávit de 0,2; el resultado total corregido elevó el déficit a 3,2 miles de millones (60% del trimestre); y el preprimario cambió de signo para un déficit de 0,8 miles de millones (equivalente al déficit primario del período).

Cifras muy preliminares de octubre, a partir de la información de recaudación, sugieren que el resultado primario sería neutro, el total arrojaría un déficit de 2,6 miles de millones. Dado que es una decisión casi discrecional, es aventurado estimar los respectivos valores excluyendo ingresos de la propiedad.

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

### **5.1. Las propicias condiciones observadas en los mercados internacionales, unidos a las expectativas favorables que abrió el anuncio de la reapertura del canje con los bonistas, provocaron un ingreso de fondos del exterior y el abandono de posiciones en activos externos por parte de residentes, profundizando en octubre tendencias que se habían insinuado en septiembre y agosto.**

De esta manera, el BCRA intervino activamente en el mercado de cambios y hasta el 25/10 llevaba comprados 1.297 millones de dólares (317 millones la primera semana, 652 la segunda y 328 la tercera semana del mes), en lo que apunta a ser el mes de mayores compras desde enero de 2008 (1.700 millones de dólares), es decir, desde antes del conflicto agropecuario y de que la crisis internacional alcanzara su punto álgido.

Este cambio de tendencia profundiza el cambio de sentido del balance cambiario señalado en 1. y ha tenido diversos efectos.

Uno de ellos es que, siempre con la información disponible al 25/10, las Reservas Internacionales del BCRA volvieron a superar los 46,0 miles de millones de dólares (46.048 millones al 25/10) por primera vez desde junio pasado.

**La segunda implicancia es el virtual achatamiento de la cotización local del dólar.** Si se pivotea en el tipo de cambio promedio mensual de octubre, en el último trimestre el peso se depreció 0,4%, en el semestre 4,7%, en los primeros 10 meses del año 11,8% y respecto del mes homólogo de 2008 el 18,1%.

### **5.2. La tercera implicancia es que el crecimiento de la demanda de dinero comienza a ser satisfecho con recursos externos y no con la salida de fondos constituidos previamente en Lebac y Nobac.**

**En ese sentido, el período iniciado en agosto guarda semejanzas con lo ocurrido hasta el 2007, cuando el BCRA adquiría dólares, monetizaba lo que la demanda de dinero pedía y el resto lo esterilizaba colocando Lebac, Nobac, Pases, etc.**

Este patrón lo modificó parcialmente en 2007 y fuertemente en la última parte de 2008 y principios de 2009: la caída de stock de instrumentos de esterilización mantuvo el crecimiento –exigió– de la Base. Y ello está cambiando en el último trimestre.

Cuadro 5.1  
**FUENTES DE EXPANSIÓN DE LOS PASIVOS MONETARIOS**  
**Base Monetaria, Pasivos Monetarios y compra de dólares**  
 (En miles de millones de pesos)

	Base Monetaria	Pasivos Monetarios	Compra de dólares	Pases + Lebac
30-06-2007	83,6	150,4	15.300	<b>66,8</b>
30-06-2008	100,5	157,1	1.260	56,5
30-06-2009	101,0	149,3	<b>-2.291</b>	<b>48,3</b>
30-07-2009	101,5	151,5	-330	50,0
30-08-2009	104,6	153,9	544	49,3
30-09-2009	103,9	155,7	629	51,8
26-10-2009	106,6	161,8	1.297	<b>55,2</b>
Δ 2008-2007	16,9	6,7		-10,3
Δ 2009-2008 (1)	0,5	-7,8		-8,2
Δ 26-10-09-7/2009	5,1	10,3	<b>(2) 2.470</b>	5,2

(1) A junio de cada año.

(2) Acumulado agosto, septiembre y octubre al 26/10.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de BCRA.

**5.3.** Por cierto, detrás de estas fuerzas subyace el crecimiento de los depósitos en pesos. Para el mes de octubre se estima que crecerían 1,1% respecto de septiembre (como promedio mensual de saldos diarios), mes en el cual, a su vez, había crecido 2,5% sobre agosto; un aumento de 5,4% en el trimestre, de 5,8% desde diciembre y de 2% interanual. **En otros, los depósitos totales en pesos comenzaron a despertarse en el último trimestre (octubre/julio) luego de nueve meses de virtual parálisis.**

Los depósitos a plazo fijo aumentaron 2,7% en octubre sobre el mes previo (lo habían hecho 2,4% en septiembre y 4,5% en agosto) completando así 10% en tres meses. En cambio, los depósitos vista cayeron 0,7% respecto de septiembre, aunque también crecieron 6,1% en los últimos tres meses.

Dato sugestivo, los depósitos en dólares disminuyeron 4%, como saldo medio, es decir en unos 2,0 miles de millones de dólares, que podrían estar alimentando la oferta de dólares en el mercado de cambios y también el crecimiento de los depósitos en pesos.

**5.4.** Los préstamos al sector privado, sin embargo, todavía no reaccionan, aumentando 0,8% respecto de septiembre y apenas 0,2% en el trimestre, lo que marcha un absoluto contraste con la dinámica de los depósitos. En alguna medida, es una fuerza contractiva que compensa la fuerte expansión del sector público ya señalada en 4.

Las tasas de interés están descendiendo suavemente, lideradas por la tasa Badlar, que perdió medio punto porcentual en el último mes.

## 6. SECTOR EXTERNO

6.1. El cuadro adjunto muestra la evolución desde enero de 2008 de exportaciones, importaciones y saldo de la Balanza Comercial.

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

	Exportaciones FOB			Importaciones CIF			Saldo comercial	
	2008	2009	08/07 (%)	2008	2009	08/07 (%)	2008	2009
Enero	5.821	3.730	-35,9	4.477	2.759	-38,4	1.344	971
Febrero	5.221	3.941	-24,5	4.210	2.663	-36,7	1.011	1.278
Marzo	4.991	4.192	-16,0	4.162	2.885	-30,7	829	1.307
<b>Trim. I</b>	<b>16.032</b>	<b>11.863</b>	<b>-26,0</b>	<b>12.849</b>	<b>8.307</b>	<b>-35,3</b>	<b>3.183</b>	<b>3.556</b>
Abril	5.829	5.088	-12,7	4.929	2.789	-43,4	900	2.299
Mayo	6.237	5.138	-17,6	5.200	2.660	-48,8	1.037	2.478
Junio	5.406	5.161	-4,5	5.195	3.633	-30,1	211	1.528
<b>Trim. II</b>	<b>17.472</b>	<b>15.387</b>	<b>-11,9</b>	<b>15.324</b>	<b>9.082</b>	<b>-40,7</b>	<b>2.148</b>	<b>6.305</b>
<b>Sem. I</b>	<b>33.504</b>	<b>27.250</b>	<b>-18,7</b>	<b>28.173</b>	<b>17.389</b>	<b>-38,3</b>	<b>5.331</b>	<b>9.861</b>
Julio	7.010	4.895	-30,2	6.046	3.580	-40,8	964	1.315
Agosto	7.380	4.401	-40,4	5.158	3.246	-37,1	2.222	1.155
Setiembre	6.930	4.581	-33,9	5.310	3.655	-31,2	1.620	926
<b>Trim. III</b>	<b>21.320</b>	<b>13.877</b>	<b>-34,9</b>	<b>16.514</b>	<b>10.481</b>	<b>-36,5</b>	<b>4.806</b>	<b>3.396</b>
<b>Acumul.</b>	<b>54.824</b>	<b>41.127</b>	<b>-25,0</b>	<b>44.687</b>	<b>27.870</b>	<b>37,6</b>	<b>10.137</b>	<b>13.257</b>
Octubre	6.147			5.129			1.018	
Noviembre	4.894			4.149			745	
Diciembre	4.157			3.458			699	
<b>Trim. IV</b>	<b>15.198</b>			<b>12.736</b>			<b>2.462</b>	
<b>Sem. II</b>	<b>36.517</b>			<b>29.250</b>			<b>7.268</b>	
<b>Año</b>	<b>70.021</b>			<b>57.423</b>			<b>12.598</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 (20-10-09).

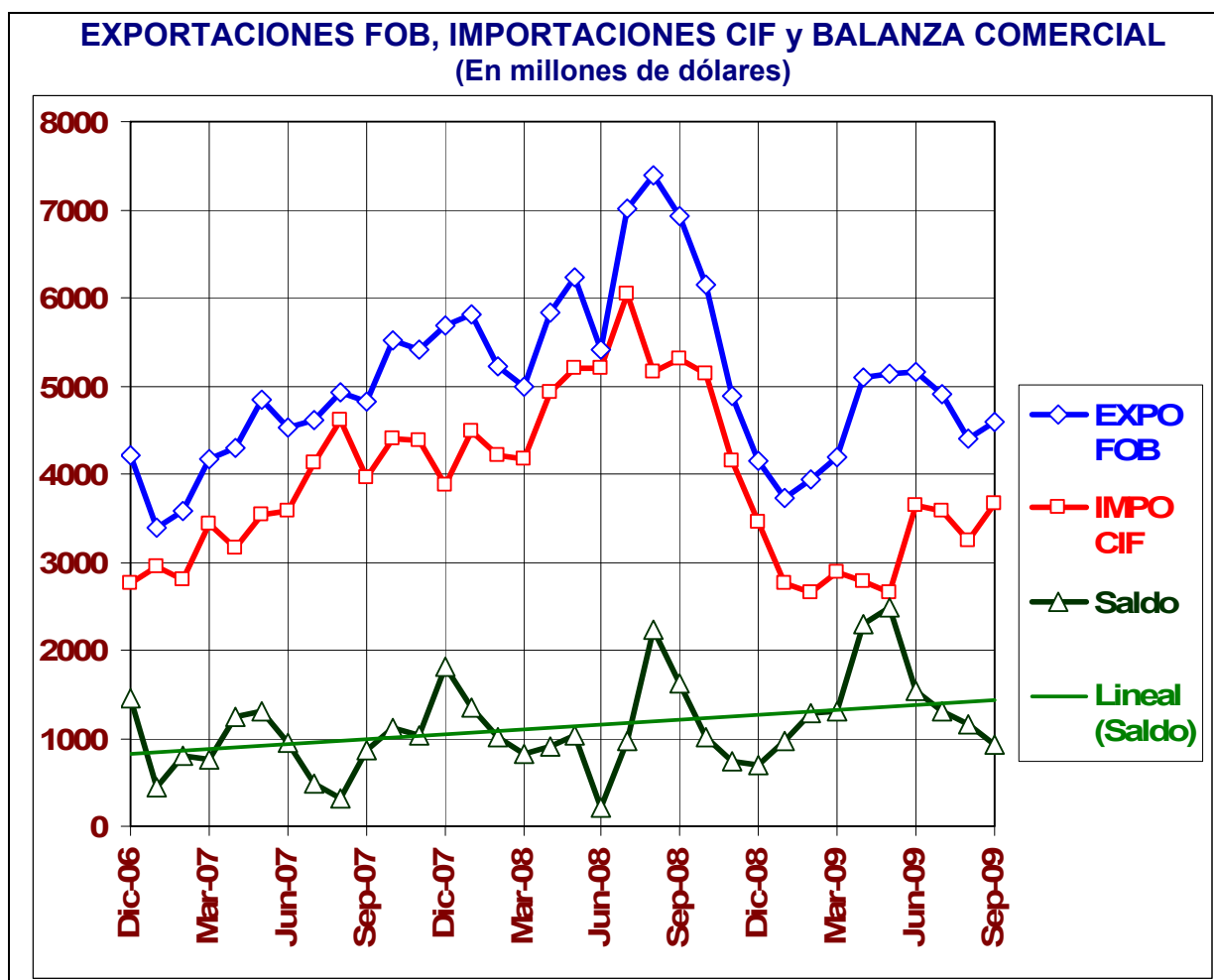
En los primeros nueve meses del corriente año las exportaciones fueron 41.127 millones<sup>1</sup> y las importaciones 27.870 millones, con caídas de 25,0% y 37,6%, respectivamente.

**El saldo comercial fue por lo tanto de 13.257 millones, superando al de igual período de 2008 en 3.120 millones, debido al fuerte descenso de las importaciones mayor que el de las exportaciones.**

Debe destacarse que en el tercer trimestre las exportaciones registraron una baja interanual de 34,9% frente al referido 25,0% del acumulado. **Esta caída fue agravada, entre otros factores que más adelante se comentan, por la alta base de comparación del tercer trimestre del año pasado al recuperarse las operaciones luego del conflicto con el campo.**

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

6.2. El gráfico adjunto permite visualizar la evolución de estas series desde diciembre de 2006.

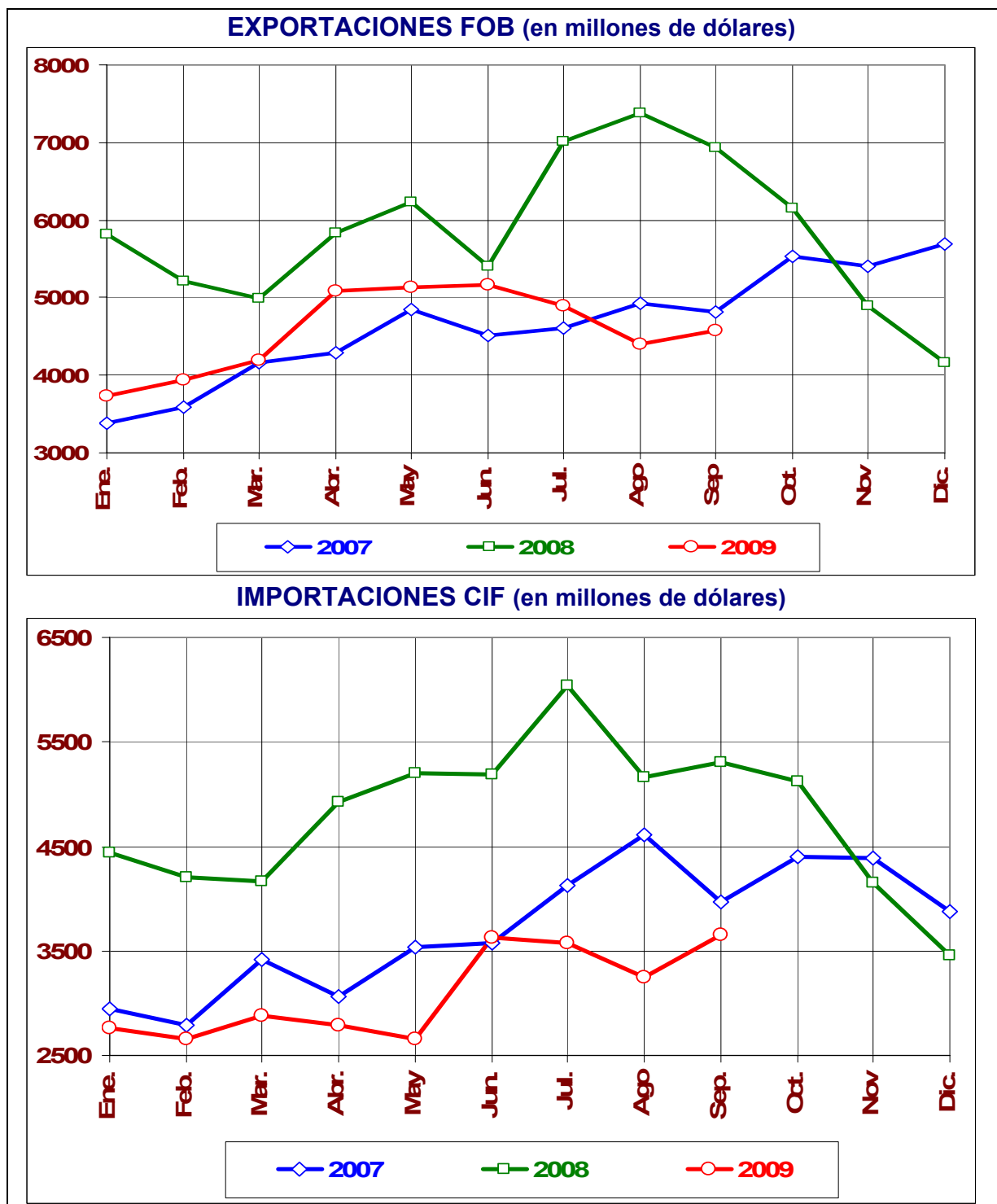


Las exportaciones del tercer trimestre no solamente cayeron en la comparación interanual sino que también lo hicieron respecto del segundo trimestre del corriente año (-7,5% sin estacionalidad), lo que fue acentuado en agosto–septiembre. Por su parte, las importaciones se recuperaron levemente en septiembre, retornando a niveles similares a los de junio–julio, debiendo recordarse que en Escenarios 2010 se había planteado que era difícil imaginar una expansión de la economía con una caída de las importaciones como la del primer semestre de 2009.

**La Balanza Comercial viene descendiendo desde el pico de mayo al ir cerrándose la brecha entre exportaciones e importaciones, como se visualiza en el referido gráfico.**

Conociendo apenas los datos de comercio exterior de julio, en las referidas proyecciones se postulaba que, si la economía crecía en el segundo semestre de este año, el superávit de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos observado en el primer semestre –en el cual un elemento clave proviene de exportaciones e importaciones– tendería a reducirse en el segundo semestre de 2009.

6.3. En los siguientes gráficos se muestra la evolución de exportaciones e importaciones desde 2007, en el denominado “formato alfajor”, lo que permite comparar la posición en el mismo mes de cada una de las tres series.



En las exportaciones queda de manifiesto que las del año en curso vienen siguiendo un recorrido similar al de 2007, con agosto–septiembre en un nivel levemente inferior al de ese año. Las importaciones de 2008 están por debajo de las de 2007, con excepción del mes de junio en el cual coinciden, y con una tasa interanual menos negativa en septiembre que en los dos meses anteriores.

**En ambos casos, en el último trimestre se van a enfrentar a menores bases de comparación, es decir que van a mejorar las tasas de variación interanuales, lo que no implica necesariamente que se superen los registros del tercer trimestre, salvo en el caso de las importaciones.**

- 6.4. En el cuadro adjunto se comparan los valores exportados e importados en los tres trimestres, por grandes rubros y por uso económico, respectivamente, con similares tramos de 2008.

**Cuadro 6.2**  
**EXPORTACIONES e IMPORTACIONES**  
**Trimestres I, II y III**  
**(En millones de dólares y tasas de variación interanual)**

	I-08	II-08	III-08	I-09	II-09	III-09	I-09/I-08	II-09/II-08	III-09/III-08
<b>EXPO</b>	<b>16.017</b>	<b>17.472</b>	<b>21.320</b>	<b>11.863</b>	<b>15.387</b>	<b>13.877</b>	<b>-25,9</b>	<b>-11,9</b>	<b>-34,9</b>
P. Primarios	3.827	4.651	5.260	2.152	3.011	2.175	-43,8	-35,3	-58,7
MOA	5.343	5.774	7.362	4.725	6.156	5.481	-11,6	6,6	-25,6
MOI	4.656	5.184	6.413	3.608	4.591	5.018	-22,5	-11,4	-21,8
Combustibles	2.192	1.863	2.285	1.378	1.628	1.203	-37,1	-12,6	-47,4
<b>IMPO</b>	<b>12.848</b>	<b>15.324</b>	<b>16.514</b>	<b>8.307</b>	<b>9.082</b>	<b>10.481</b>	<b>-35,3</b>	<b>-40,7</b>	<b>-36,5</b>
B. de Capital	3.266	3.097	3.302	1.883	2.127	2.303	-42,3	-31,3	-30,3
B. Intermedios	4.572	5.313	5.859	2.948	2.795	3.249	-35,5	-47,4	-44,5
Combustibles	420	1.700	1.675	346	834	993	-17,6	-50,9	-40,7
Piezas BC	2.202	2.635	2.880	1.471	1.534	1.962	-33,2	-41,8	-31,9
B. Consumo	1.418	1.540	1.699	1.170	1.169	1.312	-17,5	-24,1	-22,8
Automotores	946	1.012	1.073	467	583	630	-50,6	-42,4	-41,3
Resto	22	25	29	26	39	32	18,2	56,0	10,3

NOTA: pueden existir algunas diferencias no significativas con los datos INDEC, ICA (20-10-09); además, los totales por suma pueden no coincidir, por redondeo en las cifras parciales.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de Ministerio de Economía, Apéndice 5, ICA, Cuadro 1.

En las exportaciones, la menor tasa interanual negativa del segundo trimestre y la mayor del tercero se deben a la baja base de comparación del segundo trimestre de 2008 –signado por el conflicto con el campo– y a la alta base en el siguiente período, como se dijo. Debe recordarse que la caída acumulada en nueve meses fue 25,0% como se vio en la sección 6.1., similar a la del primer trimestre.

**Productos Primarios registró la mayor baja, con un valor extremo de -58,7% en el tercer trimestre, mientras que MOI, que incluye el rubro Material de transporte terrestre, descendió menos que el promedio (destino Brasil).**

Las importaciones descendieron trimestre a trimestre a un ritmo similar, pero resultan preocupantes las tasas de caída en Bienes Intermedios, el uso con mayor ponderación, lo cual estaría afectando la recuperación de la producción local. Ello, frente a menores tasas negativas en Bienes de Capital y en Piezas y accesorios. Automotores mejoró levemente en los trimestres segundo y tercero.

- 6.5. En el Cuadro 6.3 se incluyen las exportaciones de los primeros nueve meses y de septiembre desagregadas por grandes rubros y en efecto precio y efecto cantidad.

**Cuadro 6.3**  
**EXPORTACIONES EN VALORES, PRECIOS Y CANTIDADES**  
**Nueve meses y septiembre de 2009 versus nueve meses y septiembre de 2008 (%)**

	9 meses 2009/9 meses 2008 (%)			Septiembre 2009/Septiembre 2008 (%)		
	Valor	Precio	Cantidad	Valor	Precio	Cantidad
<b>EXPORTACIONES</b>	<b>-25</b>	<b>-16</b>	<b>-11</b>	<b>-34</b>	<b>-20</b>	<b>-17</b>
Productos Primarios	-47	-17	<b>-36</b>	-60	-24	<b>-48</b>
MOA	-12	-13	1	-29	-17	-14
MOI	-18	-10	-9	-22	-19	-5
Combustibles	-31	-49	33	-36	-29	-10

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, ICA, Cuadro 4 y Sec. 1. y 2. (20-10-09)

Se destaca que en los referidos nueve meses las exportaciones cayeron principalmente por menores precios, lo cual fue acentuado por la baja en cantidades. En el caso particular de Productos Primarios, sin embargo, predominó la caída de 36% en volúmenes, que puede atribuirse a la sequía y también a restricciones en la comercialización de algunos rubros. Las variaciones interanuales de septiembre son en general más negativas que en el acumulado.

## ANEXO ESTADÍSTICO

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

Año	Mes	Nivel (1)	Mensual % (2)	Anual % (3)
2008	Septiembre	141,3	0,4	5,8
	Octubre	140,1	-1,2	2,6
	Noviembre	136,8	-1,0	0,0
	Diciembre	134,6	2,4	2,6
2009	Enero	116,7	-5,7	-4,4
	Febrero	116,3	2,0	-1,5
	Marzo	127,1	-0,8	-0,9
	Abril	131,3	2,2	-1,2
	Mayo	131,2	-0,2	-1,7
	Junio	125,4	-0,4	0,6
	Julio	131,3	0,3	-1,5
	Agosto	137,1	0,7	-1,4
	<b>Septiembre</b>	<b>141,3</b>	<b>1,5</b>	<b>0,1</b>

Fuente: INDEC.

(1) Serie con estacionalidad Base 2004 = 100.

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

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

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

Año	Mes	Construcción (ISAC)		Servicios Públicos
		Mensual % (1)	Anual % (2)	Anual % (2)
2008	Septiembre	-1,1	8,3	7,7
	Octubre	-1,3	0,0	6,3
	Noviembre	-3,4	-7,0	5,6
	Diciembre	-2,3	1,6	5,9
2009	Enero	6,1	-3,0	7,1
	Febrero	2,2	-2,4	7,7
	Marzo	-4,7	-0,5	8,8
	Abril	2,5	-5,4	8,1
	Mayo	-1,0	-6,1	7,2
	Junio	-2,8	5,5	8,3
	Julio	1,1	-6,9	6,1
	Agosto	1,9	-2,9	7,3
	<b>Septiembre</b>	<b>0,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>7,6</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)
2008	Septiembre	323,69	255,05	223,43	280,02	1,79
	Octubre	328,96	263,94	223,43	284,44	1,58
	Noviembre	332,15	266,35	223,43	286,52	0,73
	Diciembre	334,74	269,54	226,33	289,32	0,98
2009	Enero	337,63	277,90	226,86	292,59	1,13
	Febrero	339,16	289,01	226,86	295,57	1,02
	Marzo	341,17	291,35	227,76	297,32	0,59
	Abril	345,60	299,95	228,12	301,36	1,36
	Mayo	350,50	298,71	229,56	304,01	0,88
	Junio	357,29	301,59	231,63	308,60	1,51
	Julio	365,54	304,57	238,60	315,42	2,21
	Agosto	371,72	308,33	241,35	320,21	1,52
	<b>Septiembre</b>	<b>377,18</b>	<b>318,52</b>	<b>244,22</b>	<b>325,87</b>	<b>1,77</b>

Fuente: Ministerio de Economía, Secretaría de Política Económica, Cuadro A3.4.

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)
2008	Septiembre	125,02	Trim. III 115,6	Trim. III 715,8	Trim. III 131,1
	Octubre	126,72	Trim. IV 111,9	Trim. IV 659,9	Trim. IV 129,7
	Noviembre	128,29			
	Diciembre	128,78			
2009	Enero	129,36	Trim. I 109,2	Trim. I 628,0	Trim. I 131,5
	Febrero	130,26			
	Marzo	130,75			
	Abril	131,09	Trim. II 111,2	Trim. II 631,7	Trim. II 136,5
	Mayo	132,43			
	Junio	133,03			
	Julio	134,21			
	Agosto	136,04			
	<b>Septiembre</b>	<b>137,10</b>			

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

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

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

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

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

<b>Año</b>	<b>Mes</b>	<b>Base Monetaria Amplia (\$) (a)</b>	<b>Reservas Líquidas (U\$S) (b)</b>	<b>[(a)/(b)] x 100 %</b>
2008	Octubre	111.650	46.540	240
	Noviembre	109.300	45.600	240
	Diciembre	116.690	46.300	252
2009	Enero	121.021	46.870	258
	Febrero	118.680	47.055	252
	Marzo	117.824	46.934	251
	Abril	114.685	46.275	248
	Mayo	117.220	46.200	251
	Junio	118.540	46.380	256
	Julio	117.800	45.990	256
	Agosto	119.400	44.920	266
	Septiembre	117.500	45.200	260
	<b>Octubre (1)</b>	<b>118.000</b>	<b>45.650</b>	<b>258</b>

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

(1) Estimación preliminar propia.

**Cuadro VI. AGREGADOS MONETARIOS**

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

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

(1) Estimación preliminar propia.

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

<b>Años</b>	<b>Períodos</b>	<b>Tipo de cambio \$/USD actualizado (1)</b>	<b>Tipo de cambio multilateral real (2)</b>
1986 –1988	Promedio	4,27	<b>2,43</b>
1989	Mayo	15,29	6,37
1989	Anual	<b>6,87</b>	<b>3,69</b>
1990	Anual	2,84	2,65
1991 – 2000	Promedio	1,71	1,19
2001	Anual	1,87	1,00
2002	Junio	5,56	2,79
	Diciembre	4,45	2,48
2003	Junio	3,77	2,25
	Diciembre	3,93	2,42
2004	Marzo	3,85	2,41
	Junio	3,92	2,39
	Septiembre	3,88	2,51
	Diciembre	3,85	2,64
2005	Junio	3,61	2,52
	Diciembre	3,63	2,59
2006	Marzo	3,70	2,73
	Junio	3,64	2,71
	Septiembre	3,65	2,74
	Diciembre	3,55	2,69
2007	Marzo	3,46	2,73
	Junio	3,44	2,82
	Septiembre	3,50	2,95
	Diciembre	3,44	3,10
2008	Enero	3,40	3,13
	Febrero	3,40	3,19
	Marzo	3,41	3,27
	Abril	3,37	3,32
	Mayo	3,30	3,38
	Junio	3,22	3,33
	Julio	3,22	3,39
	Agosto	3,22	3,28
	Septiembre	3,32	3,10
	Octubre	3,58	2,81
	Noviembre	3,57	2,78
	Diciembre	3,65	2,78
2009	Enero	3,49	2,81
	Febrero	3,55	2,78
	Marzo	3,69	2,89
	Abril	3,72	2,98
	Mayo	3,75	3,12
	Junio	3,80	3,26
	Julio	3,83	3,28
	Agosto	3,85	Provisorio 3,38
	Septiembre	3,85	Preliminar 3,39
	<b>Octubre</b>	<b>3,82</b>	

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

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