

### **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>11</b>
<b>3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN</b>	<b>14</b>
<b>4. FINANZAS PÚBLICAS</b>	<b>18</b>
<b>5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO</b>	<b>20</b>
<b>6. SECTOR EXTERNO</b>	<b>22</b>
<b>ANEXO ESTADÍSTICO</b>	<b>24</b>

### **CUADROS RESUMEN**

#### **1. EL CONTEXTO GENERAL**

La crisis de Grecia ha puesto de relieve los riesgos que tienen las políticas fiscales expansivas. En este tema existe un doble riesgo: que los países originarios de la Unión Europea subestimen el problema y que los afectados apuesten todo a la ayuda externa sin ajustes internos. Constituye una complicación adicional la falta de una institucionalidad capaz de lidiar con este tipo de crisis en la Unión Europea.

En el orden local, la aceleración de los precios, en el marco de políticas monetarias y fiscales expansivas, se retroalimenta con la puja distributiva proveniente de las negociaciones salariales. En este contexto, la cuestión del anclaje del sistema de precios pasa a ser crucial: si se elige como ancla el tipo de cambio, las presiones revaloratorias serán muy fuertes; si se corrige el tipo de cambio según la evolución de los costos internos, se profundizará la falta del ancla.

## 2. NIVEL DE ACTIVIDAD

El ranking sectorial de diciembre pasado, en comparación con igual mes de 2008, está encabezado por Automotores, Siderurgia e Insumos químicos y plásticos, de acuerdo con el Índice de Producción Industrial elaborado por FIEL.

Estos sectores pueden desempeñar el papel de *drivers* en 2010. En el caso de Automotores ya lo había venido cumpliendo en 2009, debido principalmente a las mayores importaciones de Brasil; lo mismo ocurrió con el sector Insumos químicos y plásticos. En diciembre se ha sumado Siderurgia, rubro favorecido por la recuperación de los precios de *commodities* industriales.

## 3. PRECIOS, SALARIOS Y OCUPACIÓN

De acuerdo con la información de INDEC, la tasa de desocupación llegó a 8,4% en el pasado cuarto trimestre, lo que significa una suba de 1,1 puntos porcentuales en comparación con igual período de 2008. Esto se debe a que la tasa de empleo descendió levemente 0,2 puntos y la tasa de actividad se incrementó 0,3 puntos, es decir que disminuyó la demanda por parte de las empresas y aumentó la oferta de trabajadores.

La Elasticidad Empleo/PBI, indicador que mide la variación del empleo frente al cambio de un punto porcentual en el Producto, se mantuvo en el entorno de cero en el cuarto trimestre, ante un incremento interanual de apenas 0,3% en la cantidad de ocupados –como ha ocurrido en los últimos trimestres– frente a un crecimiento de 2,6% en el PBI.

## 4. FINANZAS PÚBLICAS

Desde noviembre parece haberse ingresado en un período de mayor dinamismo de la recaudación, con incrementos en el orden de 17%–20%, acompañando un más elevado nivel de actividad y la aceleración de la variación de precios. De todos modos, el aumento en la recaudación es todavía menor al crecimiento interanual del gasto público.

## 5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO

En febrero se desaceleró el crecimiento de los depósitos, contrariamente a lo que era previsible, lo cual es consistente con la evolución del mercado cambiario. Luego de haber crecido en los meses anteriores, la Base Monetaria comenzó a disminuir en febrero (1,2% como promedio mensual), en tanto que los Pasivos Monetarios aumentaron 3,2% en enero y 2,0% en febrero. Esto sugiere que parte de la Base Monetaria se transfirió a Pases, cuyo stock creció fuertemente.

## 6. SECTOR EXTERNO

En el mes de enero el aumento de las exportaciones fue determinado principalmente por mayores volúmenes, con una mejor performance del rubro Manufacturas de origen industrial.

Cinco productos encabezaron el ranking de diferencias de valor significativas, al comparar las exportaciones de enero de 2010 con las de igual mes del año anterior: Maíz, Vehículos automóviles para el transporte de personas, Biodiesel, Oro y Petróleo. Estos rubros contribuyeron al incremento con 729 millones de dólares, frente a un aumento neto en el total exportado de 693 millones.

## SÍNTESIS EJECUTIVA

- La compleja situación de los *PIIGS* (Portugal, Italia, Irlanda, Grecia y España), con elevados déficits fiscales que rondan el 12% de su PBI y altos niveles de endeudamiento, han generado un retroceso en el proceso de normalización de la economía mundial, turbulencias en los mercados, vuelo a la calidad en los inversores, riesgos de efecto dominó y una revalorización del dólar frente al euro. La solución de la crisis requiere una acción coordinada de diferentes actores (gobiernos no afectados, organizaciones comunitarias, organismos multilaterales) y convicción en la corrección necesaria por parte de los gobiernos y de las sociedades de los países afectados.
- Distintos indicadores, tanto vinculados con la oferta, por ejemplo la producción industrial, como con la demanda (ventas minoristas, recaudación de IVA, temporada turística, expectativas de los consumidores), sugieren que la actividad económica nacional evoluciona razonablemente dentro de lo esperado.
- En el pasado mes de diciembre el sector Automotores creció 99,8% en comparación con igual mes de 2008, seguido de Siderurgia e Insumos químicos y plásticos, de acuerdo con el Índice de Producción Industrial de FIEL. Estos tres sectores tienen una brecha en el entorno de 20% respecto de máximos alcanzados con anterioridad, es decir que tendrían la capacidad de crecer 25% para volver a aquellos picos.
- La fuerte expansión monetaria registrada en los últimos cinco meses (la Base Monetaria aumentó 31% a ritmo anual), combinada con el aumento del déficit fiscal en 2009, que llegó al 4,2% del PBI para el consolidado Nación–Provincias cuando se excluyen ingresos extraordinarios, se articulan con la puja distributiva a la hora de explicar el aumento de las tensiones en los precios. Ello está repercutiendo en las discusiones salariales, tanto en el sector público como en el privado.
- La combinación de un deterioro en las condiciones internacionales y las turbulencias internas provocaron en febrero una reversión en el flujo de capitales, de la que da cuenta el saldo nulo de compras del BCRA en el mercado de cambios. Este cambio en la tendencia podría modificarse de cerrarse el canje de deuda con los *outholders*, pero es un aspecto a ser monitoreado.

**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

- The complex situation of PIIGS (Portugal, Italy, Ireland, Greece and Spain), with fiscal deficits around 12% of their GDP and high debt levels, have created a setback in the normalization process of the global economy, market turbulence, the flight to quality investors, risks of a domino effect and a revaluation of the dollar against the euro. The solution of the crisis requires coordinated action by different actors (non affected governments, community organizations, multilateral agencies) and belief in the necessary correction on the part of governments and societies of affected countries.
- Several indicators, both linked to the supply, i.e. manufacturing, as well as the demand (retail sales, collection of VAT, tourist season, consumer expectations), suggest that national economic activity evolves reasonably within the bounds to be expected.
- Last December the Motor-car industry grew 99.8% over the same month in 2008, followed by Steel and Chemical and plastic supplies, according to the Index of Foundation for Latin American Economic Research. These three sectors have a gap in the vicinity of 20% compared with previous peaks, that is to say, they have the capacity to grow 25% to return to those peaks.
- The strong monetary growth in the last five months (the Monetary Base rose 31% to annual rate), combined with rising fiscal deficit in 2009 reached 4.2% of the GDP for the Nation-Provinces consolidated, when extraordinary income is excluded. They are articulated with the distributive struggle in explaining the rising price tensions. This is impacting on wage discussions, both in the public as in the private sector.
- The combination of the deterioration of the international conditions and the internal turbulence in February caused a reversal in capital flows, which explains the zero balance of the Central Bank in the foreign exchange market. This change in trend could be amended if the debt exchange is closed with the outholders, but this is something to be still monitored.

## 1. EL CONTEXTO GENERAL

**1.1.** La situación internacional se tornó más compleja a partir de las dificultades de Grecia, que amenazaban propagarse a otros países de la Unión Europea. La crisis de Grecia ha llevado a redescubrir los límites que tienen las políticas fiscales expansivas y los riesgos que corren las economías y los países que no siguen políticas prudentes en el auge, asumiendo el supuesto que son permanentes las condiciones favorables, que usualmente se asocian con situaciones transitorias.

**En particular, en modelos de tipo de cambio fijo (o de unión monetaria en lo que hace al comercio con los otros socios) la sustentabilidad fiscal de largo plazo acota los grados de libertad de los gobiernos de efectuar políticas fiscales expansivas.**

El Cuadro 1.1 muestra la situación fiscal en diversos países.

**Cuadro 1.1**  
**LA SITUACIÓN FISCAL EN PAÍSES EUROPEOS Y OTROS**  
(En % del PBI)

	Resultado fiscal			Deuda pública		
	2000–2007	2008	2009	2000–2007	2008	2009
Economías avanzadas	-2,8	-3,5	-8,9			
Estados Unidos	-3,0	-5,9	-12,5	60,5	70,4	84,8
Unión Europea	-2,2	-1,8	<b>-6,2</b>	68,5	69,2	<b>80,0</b>
Grecia	-4,7	-7,7	<b>-12,7</b>	97,2	98,1	<b>113,4</b>
España	0,3	-3,8	<b>-12,3</b>	38,4	36,9	<b>49,7</b>
Irlanda	1,5	-7,3	<b>-12,1</b>	25,7	63,8	<b>75,8</b>
Portugal	-3,6	-2,6	<b>-6,9</b>	63,5	105,6	<b>116,3</b>
Ítem de Memorándum						
Chile	2,5	5,2	-3,9	21,7	20,3	22,0
Economías en desarrollo	-0,7	-0,1	-4,1			

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de JP Morgan y FMI.

Se advierten distintas realidades:

- a) Elevados déficits ya en el año 2008 en Grecia, que aumentan fuertemente en 2009 (como puntos porcentuales de aumento), con elevados niveles de deuda iniciales; y, en menor medida, Irlanda.
- b) Déficits iniciales (2008) no tan altos, pero que aumentan fuertemente en 2009, como en el caso de España, que se ve “favorecida” por un nivel de deuda menor al de Grecia.

**1.2.** El referido Cuadro 1.1 muestra que en 2009 los niveles de déficit de Grecia, España e Irlanda no difieren demasiado del de Estados Unidos. En relación a la deuda, Grecia y Portugal tienen indicadores superiores a los de Estados Unidos; Italia muestra cifras también preocupantes, aunque no figura en el Cuadro 1.1, pero se la incluye en los *PIIGS*.

Resulta interesante el caso de Chile. El deterioro de su posición fiscal excede al de los países europeos en problemas, al pasar de +5,2 a -3,9 (9,1 puntos). Pero, precisamente, **la prudente política fiscal en el ciclo le permite que, pese a tener un deterioro mayor, el déficit resultante en el año 2009 sea menor y el aumento de la deuda poco significativo.**

**En rigor, algunos de los PIIGS especularon con un ciclo largo de bajas tasas de interés, en parte atribuibles a su incorporación a la Unión Europea (la reputación de los socios originales debía actuar como un paraguas que protegiera a los socios más recientes). Tasas de interés más bajas implicarían alivio fiscal y acceso fluido al crédito. Y esto llevó a políticas poco prudentes en el auge, cuyas consecuencias aparecen claras en la crisis y en el receso.**

La caída del PBI regional en 2009, de casi 4%, y el solamente moderado aumento esperado para 2010 (1,8%) –asumiendo que la crisis de Grecia se modera–, explica también la desconfianza de los inversores. El hecho de que un equivalente al 50% del PBI de la deuda consolidada de los PIIGS sea externa y que los bancos de algunos países como Francia, Holanda y Suiza tengan una exposición con esos países equivalente al 30% de su PBI, agrega un factor importante al riesgo de contagio.

- 1.3. La respuesta a la crisis de Grecia requiere una reacción conjunta y un agente coordinador, que podría haber sido el FMI. La cooperación podría ser no solamente desde la Unión Europea sino también involucrar otras regiones, fundamentalmente Asia (con China desempeñando en papel importante).

El hecho de que se carezca de una institucionalidad capaz de lidiar con este tipo de crisis y que sea la primera que debe soportar la Unión Europea, son complicaciones adicionales.

Un aspecto clave de la solución radicará en la voluntad efectiva de Grecia de efectuar las correcciones necesarias y de los otros países de tomar las medidas preventivas. **Existe un doble riesgo: que los países originarios de la Unión Europea subestimen el problema y que los países afectados apuesten todo a la ayuda externa sin ajustes internos. Cualquiera de esos extremos tendría efectos muy negativos y de allí la importancia de la coordinación.**

Un impacto de la crisis ha sido la devaluación del euro frente al dólar. Ello tiene implicancias importantes para los países que comercian con Europa, en términos de pérdida de competitividad. Cabe señalar que la Unión Europea absorbe el 18,5% de las exportaciones de bienes de la Argentina y provee el 16,5% de las importaciones, sin mencionar el impacto sobre el turismo, por ejemplo.

- 1.4. En ese contexto, resulta llamativa la determinación de la Reserva Federal de elevar la tasa de redescuento. Para ponerlo en contexto, J. P. Morgan estimó que recién a principios de 2011 la Reserva Federal comenzaría a retrotraer su estrategia de baja de tasas. Haber anticipado la decisión puede deberse a motivos internos: i) el fuerte crecimiento del cuarto trimestre respecto del tercero (5,7% a ritmo anual); ii) la aceleración en los precios minoristas; iii) la

decisión de emitir una señal clara y contundente que la política de “facilitamiento” monetario tocaba a su fin, luego del salvataje de los primeros meses de 2009.

Como fuera, la oportunidad de la determinación resulta llamativa, en coincidencia con los problemas de Grecia y en el *impasse* hasta que la Unión Europea instrumente la ayuda; el efecto sería una ulterior depreciación del euro y fortalecimiento del dólar.

**Mientras tanto, las especulaciones sobre el uso del euro como moneda de reserva parecen haber pasado a un segundo plano.**

- 1.5.** En el plano local, la preocupación respecto de la marcha de la política fiscal y de la política monetaria comienza a articularse con la puja distributiva.

En el tema fiscal, y medido en términos del PBI, el resultado financiero corregido (que resulta de detraer de los recursos los originados en utilidades del BCRA y de ANSES) tuvo un deterioro equivalente a 4,1% del Producto en el año 2009 respecto de 2008; si se corrigen las cifras del efecto de la modificación del régimen previsional, el deterioro alcanzó a 5,0% del PBI, en un punto intermedio entre el deterioro de los países en desarrollo (4,2%) y el de los países desarrollados (5,4%).

En el último trimestre de 2009 la situación fiscal fue siendo crecientemente expansiva y el deterioro, *vis à vis* el mismo mes del año 2008, fue haciéndose más notable, en lo cual influyó decisivamente el incremento de 35% del gasto público nacional en el mes de diciembre.

**Cuadro 1.2**  
**EL FISCO EN EL CUARTO TRIMESTRE DE 2009**  
(En miles de millones de pesos y tasas de variación)

	2009			2008			Dic. 09/ /Dic.08
	Oct.	Nov.	Dic.	Oct.	Nov.	Dic.	
Ingresos	21,1	24,1	35,5	19,9	17,4	18,9	87,8
Ingresos Corregidos	20,8	19,6	22,0	19,4	17,0	18,4	19,5
Gasto Primario	20,4	21,3	30,3	17,4	15,5	22,4	35,3
Resultado Primario	0,7	2,8	5,2	2,5	1,9	-3,5	
Resultado Pre-Primario	<b>0,4</b>	<b>-1,7</b>	<b>-8,3</b>	<b>2,0</b>	<b>1,5</b>	<b>-4,0</b>	
Intereses	2,5	0,5	8,0	1,5	0,3	5,9	
Resultado Financiero	1,8	2,3	-2,8	1,0	1,6	-9,4	
Result. Financ. Corregido	-2,1	-2,2	-16,3	0,5	1,2	-9,9	

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

**La recaudación, como se señaló en informes previos, comenzó a recuperarse en noviembre-diciembre y continuó en enero-febrero con aumentos en el entorno del 20%. Obsérvese, sin embargo que se trata de variaciones interanuales muy inferiores a las del gasto público.** De hecho, estimaciones preliminares indican que enero de 2010 cerró con sendos resultados primario y financiero de 1.076 y de 435 miles de millones de pesos, con aumentos de 25% y 17% del gasto primario y de los recursos, respectivamente.

- 1.6. El abordaje a la política monetaria lleva a una conclusión similar: una muy fuerte expansión en el último trimestre de 2009 y, hasta donde existe información disponible, en el primer bimestre del año en curso, es decir en el lapso octubre–febrero.

**Cuadro 1.3**  
**INDICADORES MONETARIOS EN EL CORTO PLAZO**  
(En tasas de variación)

	Variaciones interanuales (%)				A ritmo anual (%)		
	Jun. 09/ Jun. 08	Sept. 09/ Sept. 08	Dic. 09/ Dic. 08	Feb. 09/ Feb. 08 (*)	Sem. I 2009	Trim. III 2009	Feb. 10/ Sept. 09
1. Base Monetaria	3,1	4,6	11,5	13,6	-5,2	10,5	<b>31,0</b>
1.1 Circulante en público	6,9	9,1	15,2	17,9	0,2	14,2	<b>39,2</b>
2. Pasivos Monet. Amplios	-2,6	-4,0	10,2	21,3	-5,5	8,8	<b>48,0</b>
3. Depósitos totales en \$	4,7	-1,0	9,9	13,0	3,5	11,8	<b>24,2</b>
4. Depósitos privados en \$	1,6	-1,0	14,5	14,6	3,9	43,1	<b>30,9</b>
5. Préstamos	13,1	10,2	8,1	9,7	8,6	0,0	<b>13,0</b>
6. IPC (**)	15,5	13,4	14,8	15,7	12,9	15,7	
7. Tipo cambio (\$ x USD)	24,0	24,6	11,4	10,2	19,4	7,6	

(\*) Datos a la segunda semana.

(\*\*) Buenos Aires City, datos de enero.

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

Las tasas de crecimiento de los agregados monetarios han aumentado sostenidamente a medida que transcurría el año 2009. En el primer semestre la Base Monetaria cayó 5,2% a ritmo anual; en febrero 2010 y respecto de setiembre 2009 aumentó a un ritmo anual del 31%. A su vez, el circulante en poder del público creció en esos cinco meses 39% y los depósitos privados 31% (siempre en tasas de variación anualizadas).

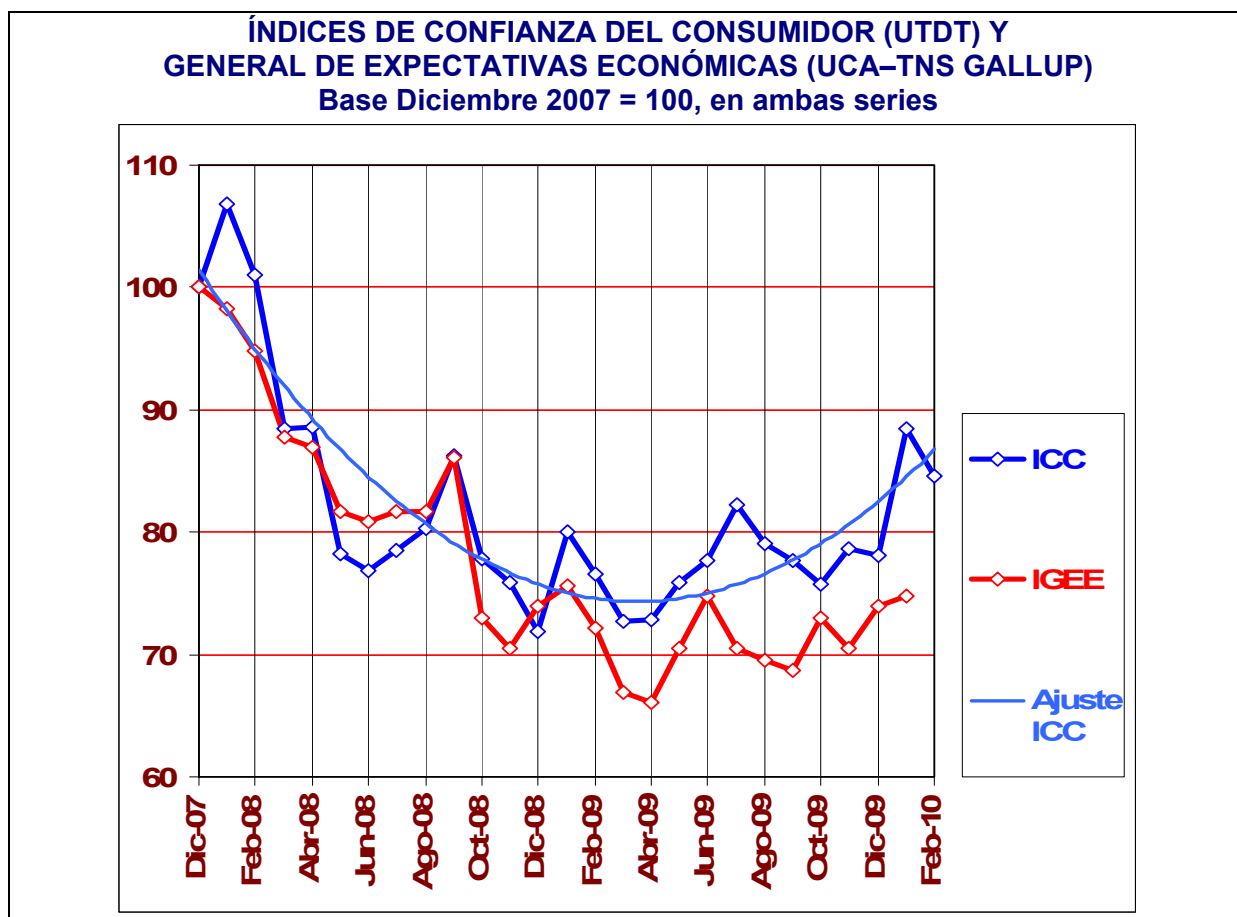
Este aumento de los indicadores monetarios no es llamativo, si se tiene en cuenta la reversión en el segundo semestre de 2009 del flujo de salida de capitales, el volumen de compras de dólares del BCRA (4.750 millones de julio de 2009 a diciembre 2009 y otros 920 millones en enero 2010) y el aumento de la esterilización monetaria en Lebac y Pases (el stock aumentó en 6.400 millones de pesos).

Al mismo tiempo, una parte importante del aumento del gasto público se volcó a aguinaldos extraordinarios a jubilados, pagos de atrasos a proveedores y a los programas sociales impulsados en la parte final del año (asignación universal por hijo). **Todo ello aumentó las necesidades de circulante en el público –como lo indican las cifras– y también fue un aliciente directo para la demanda de bienes y servicios, repercutiendo finalmente en los precios, como se menciona más adelante.**

- 1.7. Sin embargo, como paso previo, debe destacarse que las políticas fiscal y monetaria expansivas dieron impulso al gasto interno y a la demanda agregada. Ello explica hechos como el elevado nivel de ventas en supermercados, la buena temporada turística en la costa argentina, etc.

En el campo de las percepciones, el Índice General de Expectativas Económicas (IGEE), que elabora UCA-TNS Gallup, ha observado una mejoría en el último trimestre del año (83,3 en promedio, Base febrero 2004 = 100) respecto del tercero, 80 en promedio, y estabilidad respecto del cuarto de 2008. Lo que claramente se observa es que los valores del cuarto trimestre implican una mejora respecto de la situación entre marzo y mayo (78 en promedio). La cifra de enero (encuesta relevada a fin de mes) mostró un valor de 86, lo que indica un mantenimiento del nivel de las expectativas. Un análisis más desagregado de los componentes del IGEE ilustra dos tendencias: i) respecto de la situación presente, aumento de los optimistas; ii) respecto de la situación futura, disminución del pesimismo y traslado a una posición neutra.

La encuesta mensual de la Universidad Torcuato Di Tella (UTDT) destinada a medir la confianza del consumidor (ICC), arrojó un resultado algo diferente. El estudio, que se releva en los primeros 10 días del mes y que por lo tanto es posterior al IGEE, tuvo en febrero una caída de 4,4% sobre enero, manteniendo una mejora interanual de 10,4%. Coincidentemente con el IGEE, el ICC del cuarto trimestre de 2009 (40) mejoró respecto de los valores de marzo-mayo (38) y esa tendencia se mantuvo en enero (46) para caer en febrero (44), quedando aún así bien por encima de los niveles del segundo trimestre de 2009. Será necesario monitorear el quiebre de febrero con el relevamiento de marzo.



Las cifras oficiales indican que el EMAE (Estimador Mensual de Actividad Económica que anticipa el PBI a precios constantes) aumentó 1,9% en el cuarto trimestre respecto al tercero, en términos desestacionalizados, lo que implica 7,8% a ritmo anual y 1,7% respecto del cuarto trimestre del 2009, apoyando el punto de la recuperación.

- 1.8.** Pero, más allá de la noticia positiva que representa la marcha de la actividad real, las expectativas sobre la dinámica de los precios, en términos de una aceleración de su crecimiento por las razones señaladas en los puntos 1.5 a 1.7., también son detectadas en las encuestas de opinión. El relevamiento de la UTDT detecta un aumento de la inflación esperada para los próximos 12 meses; y, en el caso de UCA-TNS Gallup, el 77% de las personas considera que se acelerará en igual lapso (69% en julio pasado).

Los datos de los comercios mayoristas también muestran una mayor variación entre puntas (17% a diciembre) que aquella que se registra como promedio anual (13%), lo que refuerza el argumento de la aceleración.

- 1.9.** El aumento de los precios, en un marco de políticas fiscales y monetaria expansivas, se retroalimenta con la puja distributiva proveniente de las discusiones salariales en debate. En el caso de las remuneraciones del sector público, la mejora de 23% en los docentes es un ejemplo ilustrativo: supera a cualquier índice de precios oficial o privado; y, lo que es más importante, excede al crecimiento razonable de la recaudación y significa una mínima corrección respecto del ritmo de incremento del gasto público. Asumiendo un crecimiento de 5%–6% del PBI, según las hipótesis más optimistas, un aumento de los recursos del 23% “necesitaría” una inflación de 17%, *ceteris paribus* el cumplimiento tributario.

Es probable, por lo tanto, que el aumento otorgado a los maestros sea un *bench mark* en muchas negociaciones, estableciendo un piso tanto en las negociaciones del sector público como del privado.

- 1.10.** En este contexto, la cuestión del anclaje del sistema de precios pasa a ser crucial. Si se elige el tipo de cambio, las presiones revaloratorias serán muy fuertes y eventualmente habrá una pérdida de reservas significativa; si se corrige el tipo de cambio según los costos internos, la falta de ancla se profundizará.

En febrero los mercados emitieron una señal clara. Pese a que el resultado comercial se estima positivo, el mercado cambiario estuvo tan equilibrado que la intervención del BCRA fue virtualmente nula, lo que sugiere una salida de capitales que, sin alcanzar la magnitud de la del primer semestre de 2009, implicó un cambio de tendencia respecto del exceso de oferta observado en el segundo semestre y en enero de 2010.

## 2. NIVEL DE ACTIVIDAD

2.1. En el cuadro adjunto se incluyen los índices de producción industrial de INDEC y FIEL.

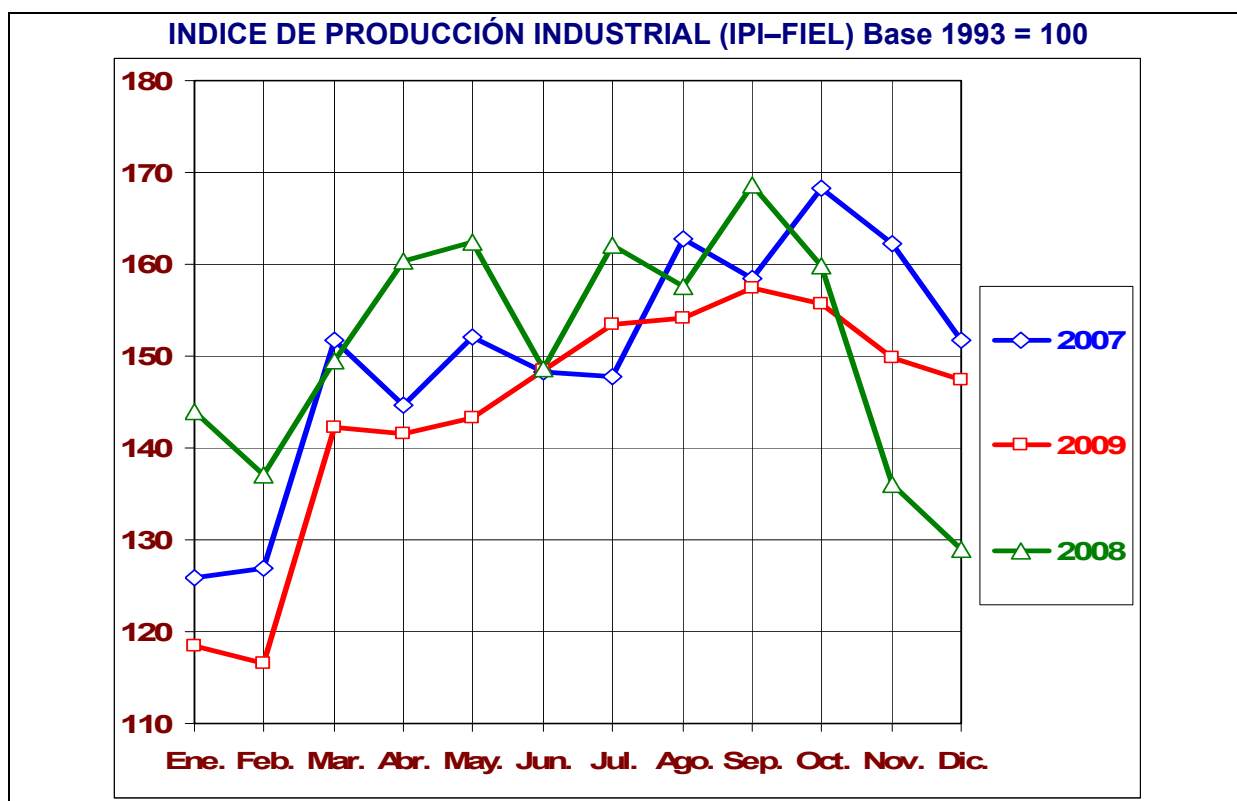
**Cuadro 2.1**  
**ESTIMADOR MENSUAL INDUSTRIAL (INDEC)**  
**e ÍNDICE DE PRODUCCIÓN INDUSTRIAL (FIEL)**  
 (Tasas de variación %)

Con estacionalidad	INDEC %	FIEL %
Ene. 10/Ene. 09 (esperar el bimestre)	5,2	8,2
Dic. 2009/Dic. 2008	11,0	14,1
Trim. IV 2009/Trim. IV 2008	5,3	6,6
2009/2008	0,4	-4,7

FUENTE: elaborado sobre la base datos de INDEC y FIEL (24-2-10 en ambos casos).

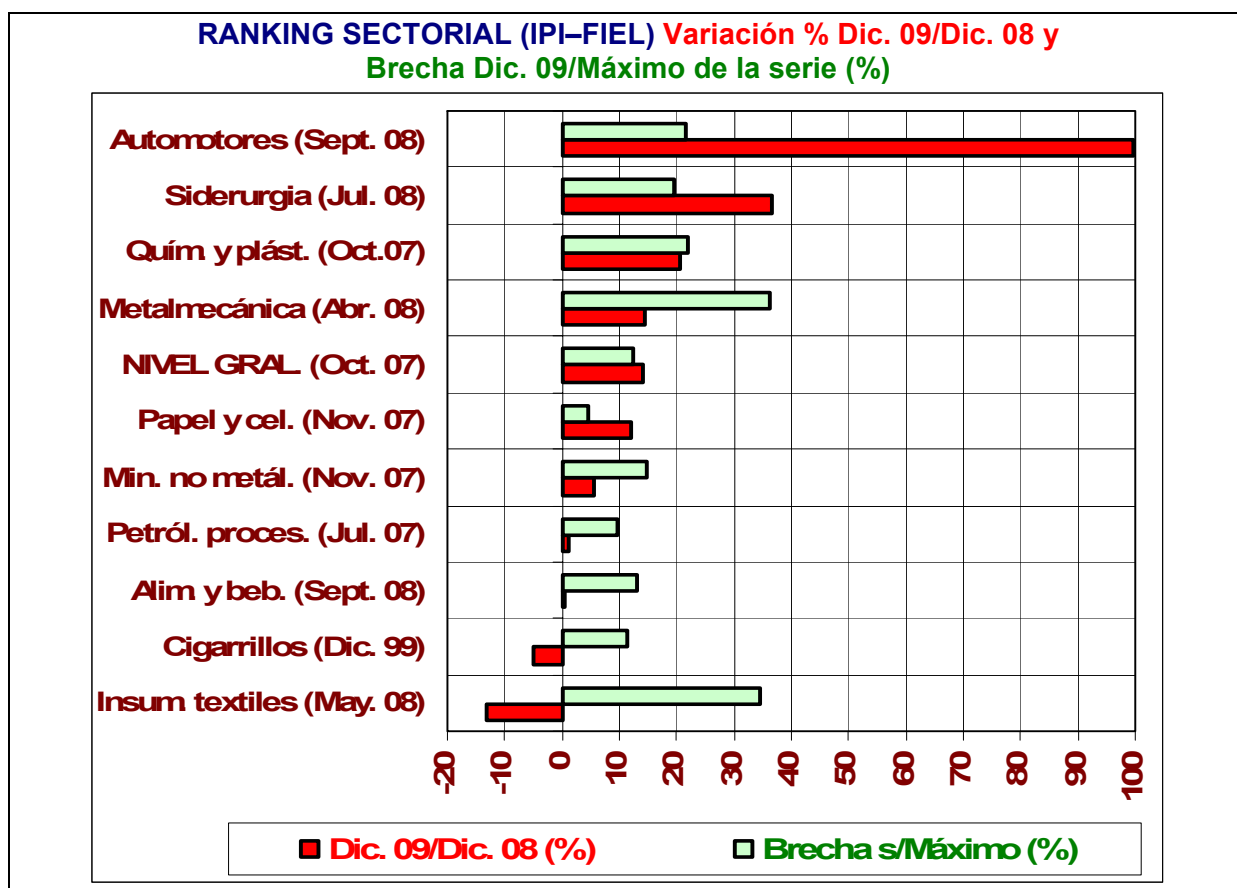
**En el caso de FIEL (14,1%) debe tenerse en cuenta la baja base de comparación de diciembre de 2008, que había caído 15,1% respecto de similar mes de 2007, mientras que para INDEC se había registrado un crecimiento de 2,6% en igual período.**

2.2. El siguiente gráfico muestra el recorrido mensual del IPI de FIEL



En primer lugar, queda de relieve la fuerte caída en noviembre–diciembre de 2008, que obviamente va más allá de una baja estacional. En el segundo semestre se aprecia que la serie de 2009 tiende a acercarse al recorrido de la correspondiente a 2007, en menor medida en el pico de esta última en octubre–noviembre, de todos modos quedando finalmente 4,2% debajo del promedio anual que surge de comparar 2009 con 2007.

2.3. El siguiente gráfico desagrega la tasa interanual de diciembre de 2009 (14,1%), ordenando los sectores de acuerdo con la correspondiente posición en el ranking. Además, incluye la brecha entre el referido mes y la máxima variación interanual de cada sector, comprendiendo la serie desde enero de 1998 a diciembre de 2009, e indicando el mes en el cual se produjo ese pico.



Por ejemplo, en el caso del Nivel General:  $\text{Dic. 09/Oct. 2007} = 147,5/168,6 = 0,875$ , lo cual significa una brecha de 12,5%, tal como aparece en el gráfico. A la inversa,  $1/0,875 = 1,143$ , esto es, que el IPI debe crecer 14,3% para volver al pico de octubre de 2007.

Los tres primeros puestos en el ranking pueden desempeñar el papel de *drivers* en 2010. En el caso de Automotores ya lo había venido cumpliendo en 2009, debido principalmente a las mayores importaciones de Brasil; lo mismo, en el sector Insumos químicos y plásticos. En diciembre se ha sumado Siderurgia, sector favorecido por la recuperación de los precios de *commodities* industriales, que le permite recuperar ventas externas.

Esos tres sectores tienen una brecha en el orden de 19,4%–21,8%, de manera que tendrían la capacidad de crecer 25% para volver a un pico ya alcanzado con anterioridad en los meses indicados en el gráfico, independientemente de que puedan superarlo en el caso de realizar inversiones que incrementen la capacidad productiva.

Debe destacarse que, en general, salvo el sector Cigarrillos, los máximos se alcanzaron entre julio de 2007 y septiembre de 2008.

- 2.4. El Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC), elaborado por INDEC, registró en enero un crecimiento de 2,2% respecto igual mes del año pasado, dentro de un recorrido moderadamente positivo desde octubre (véase el Anexo Estadístico, Cuadro II).

En el siguiente cuadro se desagrega la variación 2009/2008, según tipo de construcción.

**Cuadro 2.2**  
**ISAC 2009/2008**  
(Base 2004 = 100 y variación porcentual)

	Índice 2009	2009/2008
<b>Edificios para vivienda</b>	<b>162,2</b>	<b>2,5</b>
Edificios otros destinos	153,5	-2,0
Construcciones petroleras	74,2	-34,8
Obras viales	147,3	-6,2
Otras obras infraestructura	150,0	-4,8
<b>Nivel General</b>	<b>151,6</b>	<b>-1,9</b>

La primera columna refleja el comportamiento sectorial 2009/2004, destacándose el mayor crecimiento en Edificios para vivienda (62%), el rubro con la ponderación más elevada en el Nivel General (51%). Esto contrasta con el descenso en Construcciones petroleras, producido en 2009, ya que al año 2008 había alcanzado un moderado índice de 113,8.

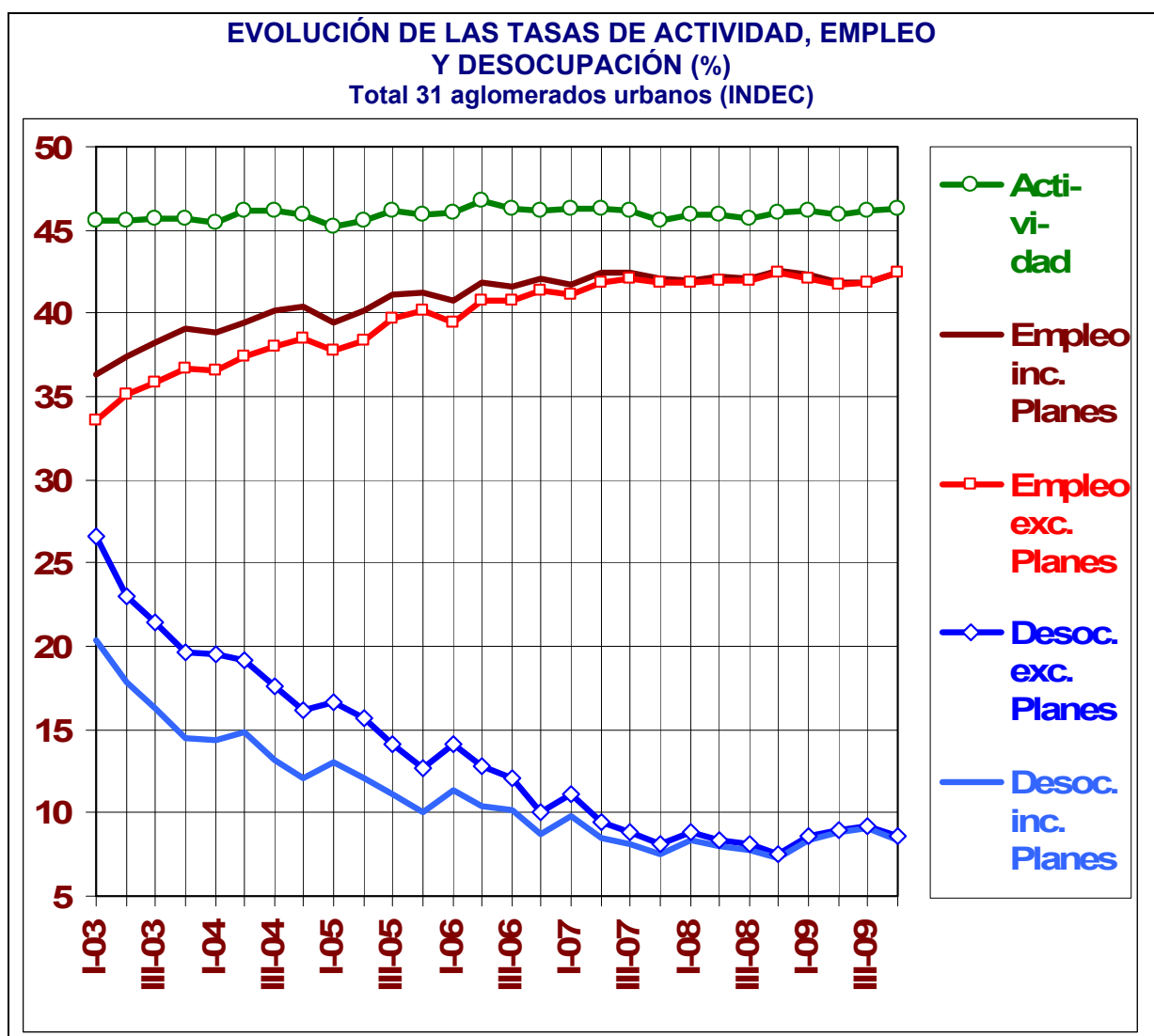
Por otra parte, en la variación 2009/2008 (-1,9% en el Nivel General), el único sector que aportó al crecimiento fue Edificios para vivienda (2,5%).

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 siguiente gráfico pone de relieve la evolución trimestral de las series de actividad, empleo y desocupación desde que comenzó a relevarse la Encuesta Permanente de Hogares continua (EPH).



Se ha cerrado la brecha entre las variables que consideraban como ocupados a los beneficiarios de planes sociales con contraprestación laboral y a los que no los computaban (tasa de empleo 42,4% en ambos casos), con una diferencia de 0,2 puntos porcentuales en la tasa de desocupación. Esto se debe a que los planes sociales con contraprestación fueron siendo reemplazados por otros sin esa obligación laboral.

3.2. En el Cuadro adjunto se incluye las tasas de actividad, de empleo y desocupación, desde el cuarto trimestre de 2006.

**Cuadro 3.1**  
**PRINCIPALES INDICADORES DEL MERCADO DE TRABAJO**  
**Total 31 aglomerados urbanos**  
**(En tasas % y diferencia en puntos porcentuales)**

	Actividad (1)	Empleo (2)	Empleo Dif. anual p. p. (3)	Desocupación (4)
IV 2006	46,1	42,1	0,8	8,7
I 2007	46,3	41,7	1,0	9,8
II 2007	46,3	42,4	0,6	8,5
III 2007	46,2	42,4	0,8	8,1
IV 2007	45,6	42,1	0,0	7,5
I 2008	45,9	42,0	0,3	8,4
II 2008	45,9	42,2	-0,2	8,0
III 2008	45,7	42,1	-0,3	7,8
<b>IV 2008</b>	<b>46,0</b>	<b>42,6</b>	<b>0,5</b>	<b>7,3</b>
I 2009	46,1	42,3	0,3	8,4
II 2009	45,9	41,8	-0,4	8,8
III 2009	46,1	41,9	-0,2	9,1
<b>IV 2009</b>	<b>46,3</b>	<b>42,4</b>	<b>-0,2</b>	<b>(5) 8,4</b>
IV 09 menos III 09	0,2	0,5		-0,7
<b>IV 09 menos IV 08</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,2</b>		<b>1,1</b>

(1) **Tasa de actividad.** Población Económicamente Activa (PEA, población ocupada más población desocupada que está buscando trabajo activamente) dividida por la Población total urbana. Constituye una aproximación de la oferta laboral por parte de los trabajadores.

(2) **Tasa de empleo.** Población ocupada (incluye personas que perciben planes sociales con contraprestación laboral) dividida por la Población total urbana. La población ocupada se define como el conjunto de personas que tiene por lo menos una ocupación, **es decir que en la semana de referencia ha trabajado como mínimo una hora** (en una actividad económica). La tasa de empleo es representativa de la demanda laboral ejercida por las empresas.

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

(4) **Tasa de desocupación.** Población desocupada (población que busca trabajo activamente) dividida la PEA.

(5) **Intervalo de confianza.** Límite inferior 7,9% y superior 8,9%.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, EPH, *Mercado de trabajo, principales indicadores* (22-2-10).

Como puede verse en la columna (3) del referido Cuadro 3.1, la diferencia anual en puntos porcentuales en la tasa de empleo vino descendiendo desde 0,8–1,0 hasta llegar al tramo negativo en el segundo y tercer trimestre de 2008. Luego de dos registros desalineados en el cuarto trimestre de 2008 y el primero de 2009, se retornó a un sendero de diferencias negativas.

**En el cuarto trimestre de 2009 la tasa de empleo descendió 0,2 puntos porcentuales en términos interanuales y la tasa de actividad se incrementó 0,3 puntos, lo cual generó un incremento de 1,1 puntos en la tasa de desocupación, es decir que disminuyó la demanda por parte de las empresas y aumentó la oferta de trabajadores.**

La tasa de empleo del cuarto trimestre se elevó 0,5 puntos porcentuales respecto al tercero de 2009 y la tasa de actividad se incrementó 0,2 puntos, lo cual morigeró la mejora en la tasa de empleo; pero, de todos modos, redujo en 0,7 puntos la tasa de desocupación, como puede verse en el gráfico de la sección 3.1., es decir que aumentó la demanda por parte de las empresas y en menor medida lo hizo la oferta por parte de los trabajadores.

**3.3.** En el Cuadro 3.2 adjunto se estima la elasticidad de arco Empleo/PBI, que mide la variación del empleo frente al cambio de un punto porcentual en el Producto.

**Cuadro 3.2**  
**POBLACIÓN OCUPADA (31 aglomerados) y ELASTICIDAD EMPLEO/PRODUCTO**  
(En miles de personas y %)

	Ocupados (miles)	Ocupados (1) Var. interanual %	PBI (2) Var. interanual %	Elasticidad (1)/(2)	Promedio anual
I 2004	8.976	8,3	11,3	0,73	
II 2004	9.121	8,5	7,1	1,20	
III 2004	9.297	5,9	8,7	0,68	
IV 2004	9.379	4,2	9,3	0,45	0,76
I 2005	9.150	1,9	8,0	0,24	
II 2005	9.349	2,5	10,4	0,24	
III 2005	9.610	3,4	9,2	0,37	
IV 2005	9.676	3,1	9,0	0,34	0,30
I 2006	9.568	4,6	8,8	0,52	
II 2006	9.852	5,4	7,7	0,70	
III 2006	9.973	3,8	8,7	0,44	
IV 2006	10.103	4,4	8,6	0,51	0,54
I 2007	10.053	5,1	8,0	0,64	
II 2007	10.249	4,0	8,6	0,47	
III 2007	(*) 10.235	2,6	8,8	0,30	
IV 2007	10.222	1,2	9,1	0,13	0,38
I 2008	10.224	1,7	8,5	0,20	
II 2008	10.291	0,4	7,8	0,05	
III 2008	10.299	0,6	6,9	0,09	
IV 2008	10.451	2,2	4,1	0,54	0,22
I 2009	10.376	1,5	2,0	0,75	
II 2009	10.278	-0,1	-0,8	0,12	
III 2009	10.341	0,4	-0,3	-1,33	
IV 2009	10.483	0,3	2,6	0,12	-0,08

(\*) Trim. III 2007 extrapolado, porque no se publicaron resultados de los aglomerados Gran Buenos Aires, Gran La Plata, Bahía Blanca y Mar del Plata. Sin esos aglomerados la cantidad de ocupados fue de 3.880.000.

NOTA: menores valores de elasticidad requieren más elevadas tasas de crecimiento del PBI para obtener similares aumentos en el empleo, aunque implica una mayor productividad del factor trabajo.

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de Ministerio de Economía (Cuadro A3.2), *Informe de avance del nivel de actividad* (18-12-09) y EMAE para el último trimestre (19-2-10).

**El Cuadro 3.2 muestra por otra vía lo que ya se había advertido en el Cuadro 3.1, esto es, que la cantidad de ocupados comienza a crecer a tasas menores que en el pasado a partir del cuarto trimestre de 2007, tendiendo a cero o incluso registrando un leve descenso interanual como en el segundo trimestre de 2009.**

El sector Construcciones, mano de obra intensivo, que recién desde octubre pasado mostró una evolución positiva (como se indicó en la sección 2.4.), explica en parte esta evolución del empleo.

**Esto es consistente con la lectura del Índice Líder (UTDT), que a fines de 2007 daba señales anticipadas en el sentido de que se estaba ingresando en un valle.**

Como el PBI continuó creciendo a tasas elevadas hasta el tercer trimestre de 2008 la elasticidad fue tendiendo a cero. Esto, salvo en los referidos registros desalineados (cuarto de ese año y primero de 2009), en que la elasticidad se ubicó en valores históricos o superándolos.

**En el segundo trimestre del año pasado las variables se ubican en el entorno de cero y ambas con signo negativo. En el tercero se da el caso particular de que la cantidad de ocupados crece, aunque levemente, en un contexto de retroceso del PBI.**

Finalmente, hubo una recuperación de 2,6% en el Producto del cuarto trimestre y un estancamiento del empleo en términos interanuales, aunque creció levemente (1,4%) en comparación con el período inmediato anterior.

Como se dijo en un Informe anterior, independientemente de que en un caso eventual llegara a existir alguna diferencia en las estimaciones de la EPH y del PBI, podría argumentarse que en cierto período las empresas han venido demorando una reducción de dotaciones recurriendo al recorte de horas extras o incluso de horas normales (por ejemplo, cuatro días de trabajo en la semana), de manera de mantener la planta de personal.

#### 4. FINANZAS PÚBLICAS

**4.1. La recaudación tributaria en febrero alcanzó a 27.377 millones de pesos, con un incremento de 20,2% respecto de igual mes de 2009.** De tal manera, el monto recaudado en el primer bimestre ascendió a 56.403 millones, lo cual significó un crecimiento interanual de 20,3%.

Como era previsible, impulsan el aumento de la recaudación los impuestos asociados al ciclo económico, como IVA (22,2% de incremento) y derechos a las importaciones (acrecentamiento de 34,3%), a la vez que los gravámenes a la exportación tienen un más moderado comportamiento, con una suba de 14,5%.

**4.2.** En el siguiente cuadro se presenta la información correspondiente a la evolución de la recaudación en el período 2008–2010 y a nivel mensual. En el caso del año 2008 B se agregan a la recaudación los fondos que se depositaron en las cuentas personales de las AFJP en concepto de aportes personales, para efectuar una comparación homogénea con el año 2009.

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

	2008 A	2008 B	2009	2010
Enero	21,7	22,7	24,1	29,0
Febrero	19,6	20,5	22,8	27,4
Marzo	17,7	18,6	21,8	
Abril	20,2	21,3	23,1	
Mayo	24,3	25,2	27,4	
Junio	23,6	24,6	26,8	
Julio	24,5	25,9	27,1	
Agosto	24,2	25,3	25,3	
Setiembre	23,9	25,5	26,3	
Octubre	24,3	25,4	26,4	
Noviembre	21,6	22,6	26,2	
Diciembre	23,6	23,9	28,2	

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

El Cuadro 4.1 permite apreciar que, en relación a igual período del año 2008 B, la recaudación en los meses del primer trimestre de 2009 fue más alta (excepto en marzo), en el entorno de 9%, y esa situación se prolongó en los meses del segundo trimestre.

En el período que va de julio a octubre, la recaudación se frenó y los crecimientos interanuales fueron nulo en agosto y de 3%–4% en julio, setiembre y octubre, lo que conlleva una fuerte caída si se corrigen las cifras por la inflación del período. En este lapso, pese a un eventual efecto favorable de la actividad, influyó negativamente el efecto cosecha gruesa.

**Desde noviembre parece haberse ingresado en un período de mayor dinamismo de la recaudación, con aumentos que fluctúan entre 17% y 20%.** Este ritmo de crecimiento refleja tanto un efecto actividad como la incidencia de la aceleración en la tasa interanual de variación de los precios señalada en las secciones 1 y 3. **De todas maneras, todavía es menor al crecimiento interanual del gasto público.**

- 4.3. Allí radica el punto: en noviembre el gasto creció 37% y en diciembre 35%, por lo que luce difícil pensar en una convergencia al 20%, que en el mejor de los casos crecerían los recursos de AFIP. Cabe recordar que, como fue señalado en 1.5., el fisco concluyó enero con resultados positivos, primario y total, de 1.076 y 435 millones de pesos, con aumentos de 25% y 17% en gasto primario y recursos, respectivamente.

En esta brecha se plantean los dilemas fiscales. Estabilizar el fisco requeriría un crecimiento de los gastos primarios inferior al de los recursos. Los vencimientos de capital e intereses del año 2010, si se supone el *roll over* de deuda con el BCRA, letras intrasector público, deuda con el BNA y Organismos Multilaterales, asciende a 29,8 miles de millones de pesos, como fue indicado en el anterior Informe Mensual 240. Si se excluyen 9,2 miles de millones por intereses y vencimientos de capital de bonos en cartera del ANSES, para cubrirlo sería necesario 20,0 miles de millones de resultado primario.

Ahora bien, en 2009 el resultado pre-primario fue de -7,2 miles de millones, que debería transformarse en 2010 en los 20,0 miles de millones señalados en el párrafo precedente. Ello implica, asumiendo que el gasto primario no aumentará, que los recursos genuinos pasaran de 234,5 miles de millones a 261,7 miles de millones, es decir un 11,5% más. Desde allí en adelante, un crecimiento similar de gastos y recursos.

**En resumen, el crecimiento de los recursos, medidos sin rentas de la propiedad ni contabilidad creativa, para alcanzar un resultado pre-primario que permita financiar el pago pleno de intereses de deuda y amortización de bonos, debería ser 10% mayor al aumento del gasto primario; en enero el resultado fue al revés.**

Por supuesto, existe una combinación de alternativas para financiar el componente de capital de los vencimientos precitados, que alivian el compromiso en términos de resultado pre-primario requerido: pequeños canjes como los realizados en 2009, uso de depósitos oficiales, aumento tendencial en el caso de Adelantos Transitorios, realización de activos (cartera de acciones) en poder del ANSES, todos los cuales tienen efectos colaterales que escapa a los alcances de esta sección poder evaluar.

## 5. MONEDA Y MERCADO FINANCIERO

- 5.1.** Durante el mes de febrero las condiciones prevalecientes en el mercado financiero se modificaron abruptamente respecto de los meses previos, por la combinación tanto de factores externos (turbulencias originadas por los *PIIGS*) como por el impacto diferido de los problemas internos que se estaban incubando desde principios de enero.

Dos datos ilustran con elocuencia este punto: el aumento de la prima de riesgo, que llegó a 830 puntos básicos, y el cambio de marea en el mercado de cambios, donde el BCRA pasó de comprar 922 millones de dólares en enero (y 4,5 miles de millones en el segundo semestre en 2009) a un resultado virtualmente equilibrado en febrero y deficitario en la segunda parte del mes.

**Mientras en enero se estima que la cuenta capital del balance cambiario fue positiva o a lo sumo neutra, la de febrero fue negativa, índice elocuente de incipiente resurgimiento de la dolarización de carteras y el reflujo de capitales.**

En consecuencia, en la segunda punta del mes se observó una moderada depreciación del peso, pese a la señalada intervención del BCRA.

- 5.2.** Dado que la economía opera con *lags*, el impacto del mercado cambiario no afectó significativamente a los depósitos.

Como promedio mensual de saldos diarios, los depósitos en pesos crecieron 2,1% en enero y 1,2% en febrero (proyectando con datos al 21/2), lo que sugiere solamente una desaceleración. La variación entre puntas de febrero probablemente muestre una mayor desaceleración.

**Lo atípico es que lo previsible era que en febrero, dada la estacionalidad del mes, el crecimiento de los depósitos se acelerara o al menos se mantuviera; lo menos probable era la desaceleración y esto precisamente fue lo que ocurrió.** Esto es consistente con la evolución del mercado cambiario. Nota el pie, el nivel de los depósitos privados en pesos al 21/2 es inferior al de la misma fecha de enero.

Los depósitos totales a plazo fijo en pesos, que habían crecido 0,9% en enero, aumentaron 2,5% en febrero, mientras los depósitos vista se mantenían en el mismo nivel del mes previo (habían crecido 4,5% respecto de diciembre). Los depósitos en caja de ahorro también mantuvieron el nivel de enero. Obsérvese que este movimiento interno de los depósitos si se ajusta a lo esperado: traslado de los depósitos transaccionales a los depósitos a plazo.

**5.3.** La Base Monetaria, luego de aumentar 8,4% en diciembre y 2,5% en enero como promedio mensual de saldos diarios (entre puntas la variación fue de 11,3% y de -0,8% respectivamente), comenzó a caer en febrero en el 1,2% como promedio mensual. Los Pasivos Monetarios Amplios aumentaron 3,2% en enero y otro 2,0% en febrero, lo que sugiere que parte de la Base Monetaria se transfirió a Pases (cuyo stock creció fuertemente) y ello contribuye a explicar la caída de aquella.

Un dato a tener en cuenta: el stock de crédito al sector privado, que había aumentado 1,3% en enero, apenas aumentó 0,2% en febrero (en buena medida por efecto arrastre) aunque debe consignarse que la estacionalidad del mes juega en contra.

## 6. SECTOR EXTERNO

- 6.1. Las exportaciones de enero llegaron a 4.423 millones de dólares<sup>1</sup>, lo cual implica un crecimiento de 18,6% en comparación con igual mes del año pasado. Por su parte, las importaciones sumaron 3.206 millones, un 16,2% respecto de enero de 2008. De este modo, el saldo comercial alcanzó a 1.217 millones, 245 millones más que en enero de 2008.
- 6.2. En el cuadro adjunto se incluye la variación interanual de las exportaciones de 2009 desagregadas en efecto precio y efecto cantidad.

**Cuadro 6.1**  
**EXPORTACIONES ENERO DE 2010 vs. ENERO DE 2009**  
(Variación interanual en valores, precios y cantidades)

	Valores (%)	Precios (%)	Cantidades (%)
<b>EXPO por grandes rubros</b>	<b>19</b>	<b>4</b>	<b>14</b>
Productos Primarios	22	17	5
Manufacturas origen agropecuario (MOA)	-3	16	-16
Manufacturas de origen industrial (MOI)	<b>42</b>	-21	<b>81</b>
Combustibles y energía	27	126	-44

FUENTE: elaborado sobre la base de datos de INDEC, ICA, Cuadro 4 (23-2-10).

**Como puede verse, el aumento de las exportaciones fue determinado principalmente por el efecto cantidad, con la ayuda de la leve mejora proveniente del efecto precio, con una mejor performance del rubro Manufacturas de origen industrial.**

- 6.3. Los siguientes productos encabezaron el ranking de diferencias de valor significativas, en enero pasado contra igual mes del año anterior. Los cinco rubros considerados contribuyeron al incremento con 729 millones, frente a un aumento en el total exportado de 693 millones.

**Cuadro 6.2**  
**DIFERENCIAS DE VALOR SIGNIFICATIVAS – EXPO ENERO 2010 vs. ENERO 2009**  
(En millones de dólares y diferencia enero 2010 menos enero 2009)

	2009	2010	2010-09
Maíz (excl. para siembra, en grano)	33	296	263
Automotores (transporte de personas)	42	184	142
Biodiesel	18	138	120
Oro para uso no monetario	76	187	111
Aceites crudos de petróleo	127	220	93
	<b>296</b>	<b>1.025</b>	<b>729</b>

FUENTE: ídem anterior.

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

- 6.4. Ampliando la perspectiva temporal, el cuadro adjunto compara las exportaciones e importaciones de los últimos cuatro meses de enero.

**Cuadro 6.3**  
**MESES DE ENERO DE 2007 a 2010**  
**Exportaciones e Importaciones**  
(En millones de dólares y variaciones porcentuales)

	2007	2008	2009	2010	2010/07
Exportaciones	3.389	5.810	3.730	4.423	30,5
Importaciones	2.951	4.478	2.759	3.206	8,6
Saldo comercial	438	1.332	971	1.217	
Export. var. interanual %		71,4	-35,8	18,6	
Import. var. interanual %		51,7	-38,4	16,2	

FUENTE: elaborado sobre la base de datos del Ministerio de Economía, Cuadro 5.1.

Queda de relieve la volatilidad de un año al otro, como se ha visto en sucesivos Informes Mensuales, con un fuerte crecimiento interanual en 2008 en exportaciones e importaciones seguido de una caída en el siguiente año, que significó que en 2009 ambas series volvieran al entorno de valores de enero de 2007.

La recuperación de exportaciones e importaciones en 2010, del orden de 19%–16%, hizo que entre puntas (2010/2007) el crecimiento de las primeras fuera 30,5% y el de las segundas solamente 8,6%.

## ANEXO ESTADÍSTICO

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

<b>Año</b>	<b>Mes</b>	<b>Nivel (1)</b>	<b>Mensual % (2)</b>	<b>Anual % (3)</b>
2009	Enero	98,7	-3,4	-5,2
	Febrero	98,7	-0,1	-1,9
	Marzo	108,2	-1,0	-1,4
	Abril	112,0	2,9	-1,8
	Mayo	112,0	-0,3	-2,2
	Junio	107,0	-1,0	0,2
	Julio	112,0	1,0	-2,1
	Agosto	117,0	0,7	-1,8
	Septiembre	120,8	1,9	-0,2
	Octubre	124,4	0,2	1,3
	Noviembre	121,4	1,1	4,1
	Diciembre	126,7	8,7	11,0
2010	<b>Enero</b>	<b>103,8</b>	<b>-8,0</b>	<b>5,2</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**

<b>Año</b>	<b>Mes</b>	<b>Construcción (ISAC)</b>		<b>Servicios Públicos</b>
		<b>Mensual % (1)</b>	<b>Anual % (2)</b>	<b>Anual % (2)</b>
2009	Enero	2,5	-1,9	7,7
	Febrero	2,1	-2,2	7,7
	Marzo	0,0	2,1	8,8
	Abril	-2,2	-7,0	8,1
	Mayo	0,6	-8,0	7,2
	Junio	1,6	2,5	8,3
	Julio	-2,5	-8,2	5,9
	Agosto	3,1	-2,7	7,3
	Septiembre	-0,9	-1,7	8,7
	Octubre	-0,5	1,3	9,5
	Noviembre	-0,1	1,8	9,0
	Diciembre	-1,8	2,6	10,2
2010	<b>Enero</b>	<b>6,1</b>	<b>2,2</b>	<b>9,7</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	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	371,71	308,33	241,35	320,09	1,48
	Septiembre	377,18	318,52	244,22	325,75	1,76
	Octubre	384,31	314,84	252,23	330,97	1,61
	Noviembre	387,46	323,43	252,23	334,28	1,00
	Diciembre	392,64	327,56	252,23	337,66	1,01
2010	<b>Enero</b>	<b>398,41</b>	<b>336,48</b>	<b>252,73</b>	<b>342,48</b>	<b>1,43</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)
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 111,1	Trim. II 631,2	Trim. II 136,4
	Mayo	132,43			
	Junio	133,03			
	Julio	134,21	Trim. II 118,2	Trim. II 672,6	Trim. II 144,6
	Agosto	136,04			
	Septiembre	137,05			
	Octubre	138,35			
	Noviembre	139,29			
	Diciembre	139,52			
2010	<b>Enero</b>	<b>139,48</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>
2009	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	117.300	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
	<b>Febrero (1)</b>	<b>136.500</b>	<b>48.000</b>	<b>284</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	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
	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
<b>Febrero (1)</b>		<b>2,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,6</b>

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

(1) Estimación preliminar propia.

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

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	3,46
	Noviembre	3,95	3,46
	Diciembre	3,93	3,37
2010	Enero	3,82	3,32
	<b>Febrero</b>	<b>3,86</b>	3,23

(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 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.*