

# **La Economía Argentina**

durante 2004 y evolución reciente

**INFORME ECONOMICO**  
IV trimestre de 2004



## LA ECONOMÍA ARGENTINA DURANTE 2004 Y EVOLUCIÓN RECIENTE

El año 2004 culminó con un vigoroso crecimiento del PIB de 9%, lo que confirma que el cambio de tendencia operado desde el segundo trimestre de 2002 se ha consolidado. De hecho, el alza del producto lleva ya 11 trimestres consecutivos, dando lugar a un crecimiento desestacionalizado que acumula alrededor de un 24% hasta el último trimestre de 2004. Además, los indicadores disponibles sugieren que la actividad ha continuado creciendo (aunque a un ritmo algo menor) durante el trimestre en curso, por lo que a la fecha la economía ha logrado recuperar plenamente la fuerte caída del PIB acumulada entre mediados de 1998 y el inicio de 2002.

El crecimiento ha sido acompañado por un notorio aumento del empleo, y una mejora sensible de los indicadores sociales. A lo largo de 2004 se crearon 677 mil nuevos empleos, lo que implicó que la tasa de desempleo se ubicara a fin de 2004 en 11,7% para el total urbano, la mitad de la tasa que había alcanzado en el pico de mayo de 2002. La recuperación de los ingresos reales ha permitido que, contando desde el primer semestre de 2003 hasta la fecha haya 4,21 millones menos de población pobre. Simultáneamente, se redujo en un 44% el número de indigentes que había en la primera de esas fechas.

El año que cerró se caracterizó también por una moderada tasa de inflación, que registró un 6,1% para 2004, y de este modo se situó por debajo del piso de la banda fijada como meta en el Programa Monetario del BCRA y las proyecciones presupuestarias. La destacable performance fiscal, una política monetaria prudente y el buen desempeño del sector externo completan un cuadro muy favorable en la evolución de las principales variables macroeconómicas durante el año que terminó.

El año 2005, mientras tanto, tuvo un comienzo auspicioso con la exitosa culminación del proceso de reestructuración de la deuda pública. Además de apuntalar expectativas para la evolución económica del año en curso, el ordenamiento financiero de las cuentas fiscales pavimentará el camino para un crecimiento sostenido de mediano plazo, fundamentalmente porque los nuevos compromisos asumidos guardan estricta relación con la capacidad de pago futura de la economía. El logro alcanzado en materia de reducción de los compromisos externos permite concluir con éxito la fase de normalización macroeconómica y recuperación del crecimiento iniciada a mediados de 2002.

De este modo, se inicia el tránsito hacia una nueva etapa donde se plantea un conjunto de desafíos de política económica de naturaleza diferente a los enfrentados hasta ahora. Uno de ellos consiste en consolidar y afianzar la estabilidad macroeconómica alcanzada, preservando un entorno de baja inflación necesario para que los precios relativos cumplan eficazmente su rol clave de proveedores de información adecuada para la toma de decisiones de los agentes económicos. Otro desafío reside en asegurar el crecimiento económico sostenido por medio de un conjunto consistente de políticas macroeconómicas que contribuyan a evitar la volatilidad de las variables agregadas y el carácter especialmente acentuado del ciclo, un rasgo típico de la economía argentina, que documentadamente ha afectado su tasa de crecimiento de largo plazo.

Luego del importante crecimiento alcanzado en los últimos tres años (abril 2002 - abril 2005), las perspectivas para 2005 sugieren una recuperación continuidad de la expansión, aunque naturalmente la tasa de incremento interanual del PIB irá convergiendo gradualmente a niveles compatibles con un ritmo de crecimiento sostenible en el largo plazo. El crecimiento de la tasa de inversión, las consecuentes mejoras en la evolución de la productividad, un panorama holgado en el sector externo, una situación fiscal que se ubicará en línea con los nuevos compromisos asumidos y un manejo prudente en el plano monetario, garantizan para el año en curso la continuidad del entorno de baja inflación, más allá de la reciente aceleración transitoria de los precios. La continuidad del crecimiento y la estabilidad del entorno macroeconómico permiten proyectar nuevas ganancias en la creación de empleos, reducciones adicionales en la tasa de desocupación y, junto a mejoras sostenibles en los ingresos reales de las familias, nuevas caídas en los índices de pobreza e indigencia.

Finalmente, en la medida en que una economía abierta y pequeña como la argentina está sujeta a eventuales perturbaciones de origen externo, resulta de suma importancia monitorear lo que ocurra con el contexto internacional para que, en caso de producirse desarrollos adversos, la política económica procure atenuar sus posibles efectos negativos internos. Más allá de que existen riesgos de diversa naturaleza para la continuidad del sólido crecimiento a escala global, el escenario internacional sigue siendo propicio para el favorable desempeño de la economía argentina. De todos modos, cabe señalar que los importantes equilibrios macroeconómicos alcanzados en el último período y el régimen de flotación cambiaria encuentran a nuestra economía mucho mejor preparada que en el pasado para lidiar con cambios adversos en el contexto global, lo que ha reducido en forma apreciable su vulnerabilidad a los shocks externos.

## I. Evolución durante 2004

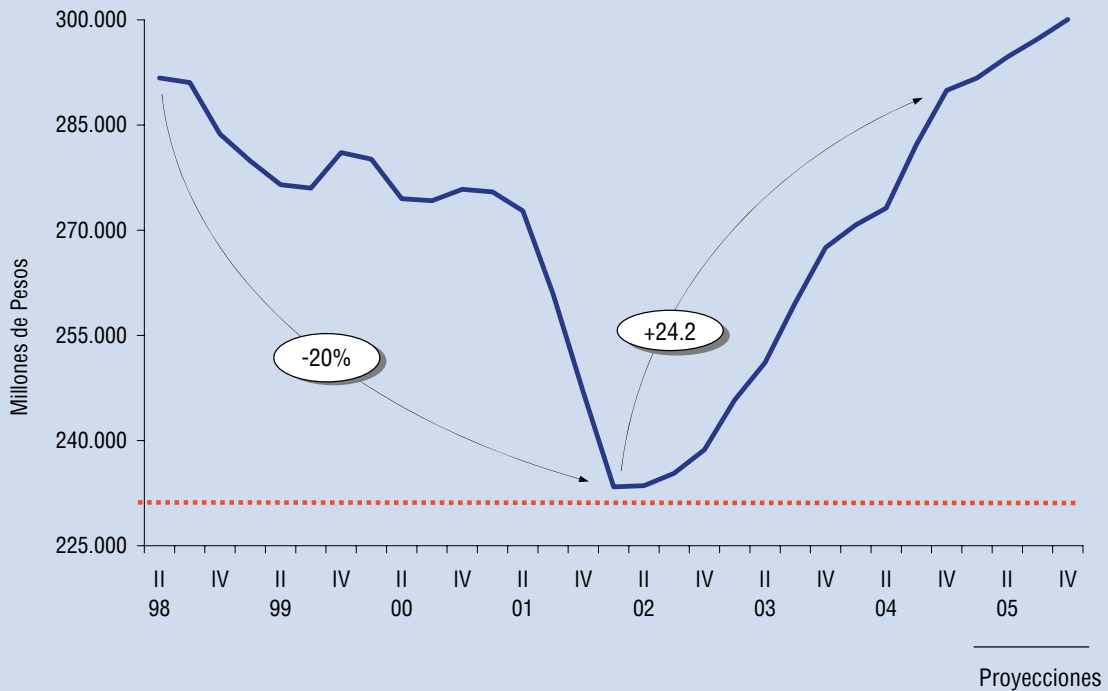
El notable crecimiento de la economía de 9% durante 2004 confirma la tendencia hacia la consolidación del crecimiento de mediano plazo iniciada a mediados de 2002. El PIB había caído un 20% entre mediados de 1998 y el primer trimestre de 2002, y tras acumular un 24% de crecimiento acumulado, ya prácticamente alcanzó el valor pico previo a la recesión (Gráfico 1)<sup>(1)</sup>.

Del lado de la demanda agregada, las variables principales han tenido durante 2003 y 2004 comportamientos relativamente similares. Sin embargo, desde el segundo semestre de 2004 se aprecia cierto cambio en el perfil de evolución del PIB. En ese período, la contribución “aritmética” relativa del consumo al crecimiento del producto fue algo menor que en el promedio de 2004, y las exportaciones netas parecen mostrar una contribución positiva de 13 pp. Estos datos sugieren que hacia el final de 2004 la absorción doméstica (y consecuentemente las importaciones) cedieron posiciones en términos relativos frente a la recuperación de las exportaciones (Gráfico 2).

Pese a cierta desaceleración durante el segundo semestre del año pasado, la contribución relativa de la inversión a lo largo de 2004 fue algo mayor a la del año anterior. Como consecuencia, la participación de la inversión bruta en el producto sigue su tendencia creciente. Medida a precios corrientes, esta relación había alcanzado un máximo del 20,5% del PIB durante el período de la Convertibilidad. El ratio cayó prácticamente a la mitad de ese registro en el primer trimestre de 2002, un valor muy insuficiente incluso al necesario para recomponer el stock de capital que la economía amortiza anualmente. A fines de 2004, este ratio ya se ha recuperado en más de 10 puntos del PIB y observa un valor de 21% del PIB (Gráfico 3).

Del lado de la oferta, en cambio, las variables mostraron algunas diferencias en su comportamiento entre 2003 y 2004.

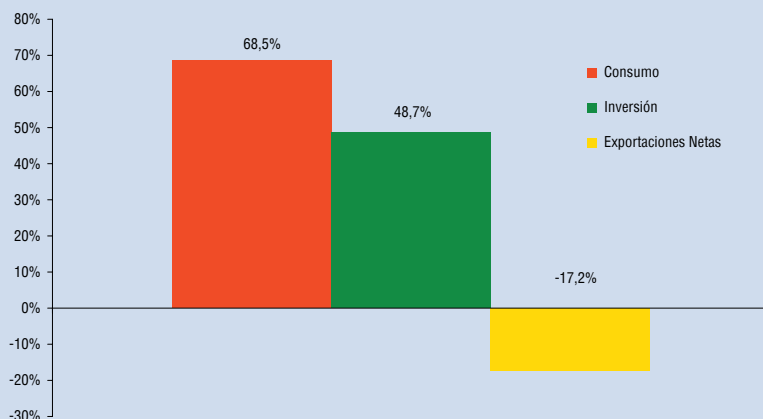
Gráfico 1  
**Producto Bruto Interno**  
 A Precios constantes de 1993 - Datos Desestacionalizados



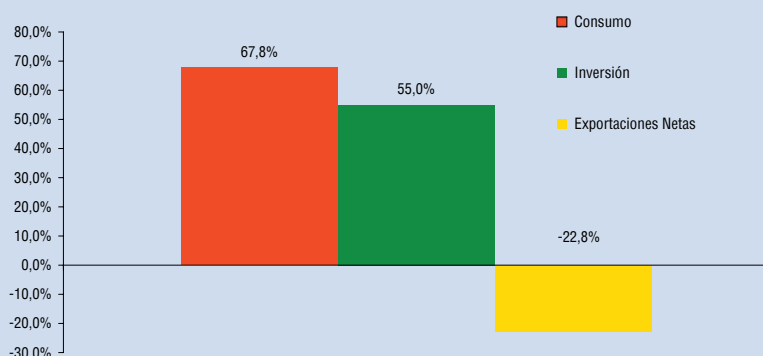
(1) Es más, si se tiene en cuenta la diferencia de precios relativos entre uno y otro año, puede conjeturarse que el PIB haya superado ya esa marca. Al respecto, ver Apartado 1 en el Capítulo de Nivel de Actividad.

## Gráfico 2 Patrones de Crecimiento Comparado

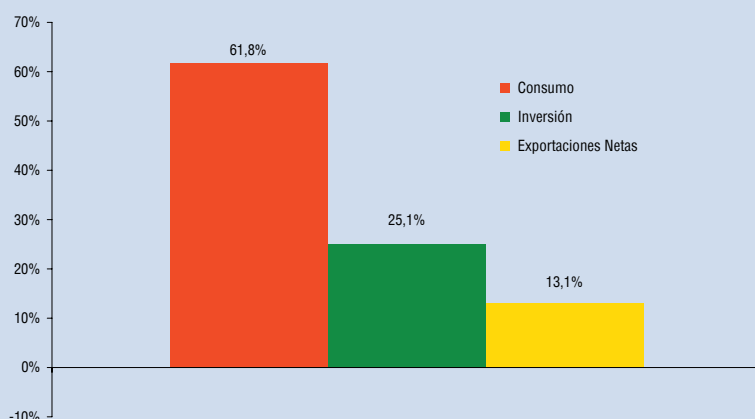
Variación 2003 vs. 2002 - Crecimiento del PIB: 8,8%



Variación 2004 vs. 2003 - Crecimiento del PIB: 9%



Variación 4° Trim.04 vs. 2° Trim.05 - Crecimiento del PIB: 6,1%



Durante 2004 se ha producido una recuperación del crecimiento de los servicios, luego de que en 2003 los bienes, en particular la industria manufacturera y la construcción, fueran los sectores líderes. En 2004 los servicios aportaron aproximadamente un 54% del crecimiento total, contra un 35% en el año 2003. La recuperación en la producción de sectores no transables es evidencia de una generalización del crecimiento, y de que el proceso en curso ha permitido la difusión del crecimiento a un amplio número de sectores de la economía, y no sólo a los favorecidos de manera directa por el tipo de cambio real elevado (Gráfico 4). Además, debe resaltarse el carácter balanceado del crecimiento a nivel territorial, debido fundamentalmente al renovado dinamismo que han experimentado las economías regionales.

A diferencia de lo ocurrido en los noventa, el actual proceso de expansión económica tuvo como consecuencia un importante aumento del empleo y una reducción de la pobreza y la indigencia. Desde mayo de 2002 hasta el último trimestre de 2004, la elasticidad empleo-producto promedió 0,95, permitiendo una recuperación de la tasa de empleo de 6.3 pp. Desde el primer semestre de 2003, hay 4,13 millones de indigentes menos, lo que equivalente al 44% de reducción respecto del nivel inicial. Además, 4,21 millones de personas lograron escapar de la pobreza, una reducción del 23% respecto del punto de partida (Gráfico 5). Durante 2004 se crearon 546 mil empleos, de modo que la tasa se ubica hoy en 39.8%. Estos resultados de 2004 se modifican a la suba cuando se excluyen los planes de empleo, debido a la caída en la cantidad

de beneficiarios de los mismos: sin considerar la evolución de los planes, la creación de empleo fue de 677 mil puestos, lo que sugiere que el proceso de recuperación de las variables sociales ha sido consecuencia no sólo de la aplicación de políticas puntuales de asistencia, sino también de los resultados macroeconómicos positivos que muestra el nuevo patrón de desempeño de

la economía. El crecimiento de la ocupación trajo como consecuencia una caída de 2.5 pp en el desempleo punta a punta para el total urbano, ubicándose en 11.7%, frente al 23,4% de mayo de 2002. Pese a esta fuerte reducción, la tasa de desocupación sigue siendo muy elevada para los estándares de nuestro país y se necesitan permanentes esfuerzos de la política económica para continuar en esta senda de reducción.

En línea con la evolución del empleo, los salarios reales medios aumentaron a lo largo de 2004. Este incremento salarial, conjuntamente con la generación de empleo, impactaron positivamente sobre la evolución de los ingresos familiares, los cuales experimentaron una suba del orden del 11% entre el cuarto trimestre de 2004 e igual período de 2003. Las estimaciones para el segundo semestre de 2004 indican que entre este período y el segundo semestre de 2003, 1,85 millones de personas han escapado de la indigencia, y 2,3 millones han dejado la pobreza.

Aun así, los niveles que muestran estas variables siguen siendo históricamente muy elevados y representan una de las más negativas herencias de la implementación de erradas políticas económicas en el pasado y de la debacle a la que condujo la crisis del esquema de Convertibilidad, (ver serie Análisis III: Empleo e Ingresos en el nuevo Contexto Macroeconómico). En este sentido, la resolución de este problema crucial es una de las prioridades de la acción del gobierno y de su política económica.

Los resultados en términos de nivel de actividad y creación de empleo observados durante el año pasado tuvieron como uno de sus fundamentos la implementación de una prudente política fiscal, que ha restablecido después de varias décadas la solidez de la posición financiera del sector público. El año 2004 ha sido muy destacable para las finanzas públicas, al punto que el superávit primario del Sector Público Nacional no Financiero registró un récord histórico al alcanzar un 3,9% del PIB. Además, debido al importante esfuerzo fiscal realizado, por las provincias y municipios, el superávit primario consolidado alcanzó a casi 5,3%.

Gráfico 3  
IBIF/PIB a Precios Corrientes

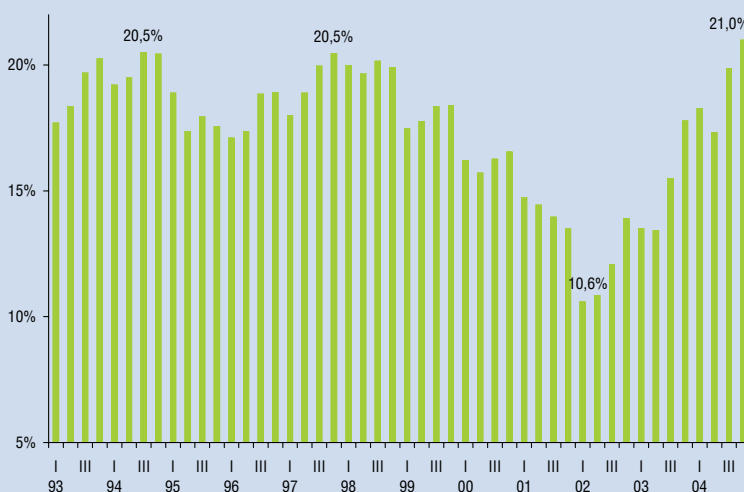
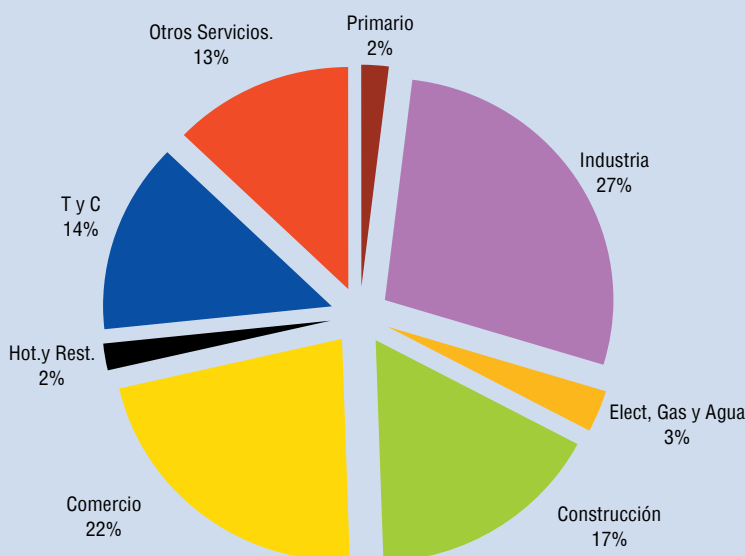
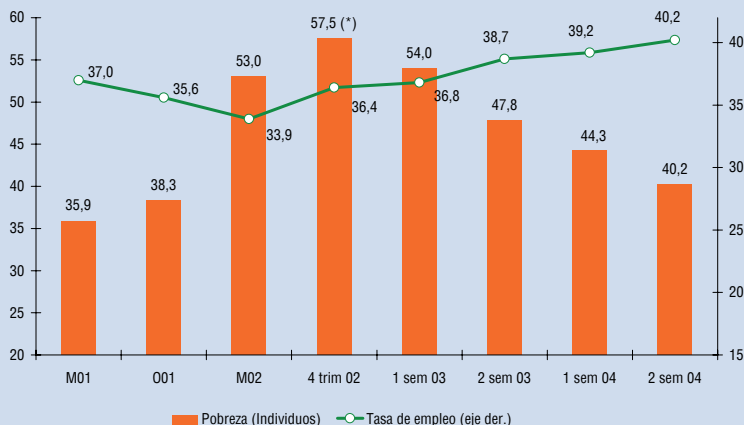


Gráfico 4  
Contribución a la Variación del Crecimiento del PIB por Sectores  
IV Trim. 04 vs. II Trim. 02 - En %

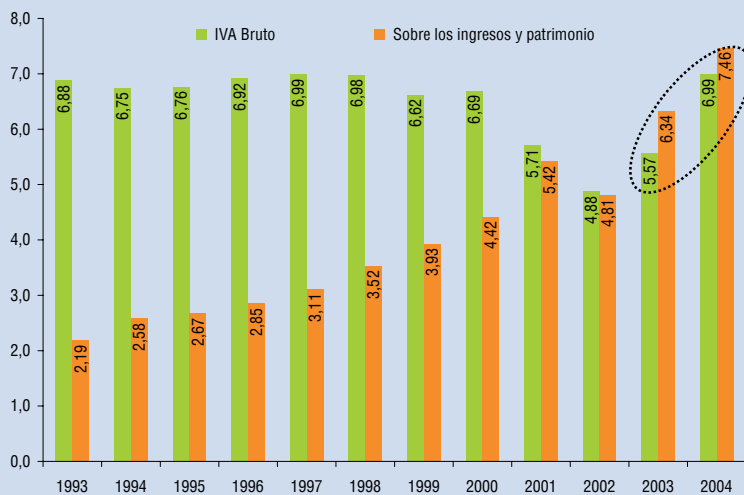


**Gráfico 5**  
**Pobreza y empleo**  
28 aglomerados urbanos de la EPH



(\*) El 4to. trimestre de 2002 corresponde al mes de Octubre de 2002 para Pobreza.

**Gráfico 6**  
**Evolución del Perfil de la Recaudación Impositiva**  
En % del PIB



Tal desempeño tuvo lugar como consecuencia de una muy favorable evolución en los ingresos, que crecieron un 36% en el año. El crecimiento se explica fundamentalmente por el fuerte aumento en la recaudación del Impuesto a las Ganancias (50%), IVA (48%), y los Aportes Seguridad Social (31%). Debe notarse que durante 2004 siguieron ganando terreno los impuestos tradicionales por sobre los no tradicionales (retenciones e impuesto a los débitos y créditos). Los primeros representaron en 2004 el 82% del total, contra un 79% 2003. Por otra parte, durante 2004 se repitió el perfil impositivo de 2003, año durante el cual se produjo un cambio sin precedentes en la importancia de los impuestos al consumo versus los impuestos a la renta y la propiedad<sup>(2)</sup>. La mayor proporción que desde 2003 tienen éstos últimos se debe a una continua elevación en la recaudación de los mismos desde 2002. Estos impuestos ya alcanzan el 7,4% del PIB (Gráfico 6).

Del lado de los gastos, éstos experimentaron un crecimiento del 24%, que se explica esencialmente a partir del crecimiento de las Transferencias a Provincias (49% i.a.), relacionadas algunas de éstas de manera automática con la recaudación nacional. También se produjeron aumentos en las Prestaciones de Seguridad Social (18% i.a. en 2004 y 24% i.a. en el último trimestre de este año), consecuencia de las

sucesivas alza de haberes jubilatorios decretadas por el Gobierno Nacional. Sin considerar la Coparticipación, el gasto total de la Nación se mantuvo estable en un 15,8% del PIB.

El equilibrio alcanzado en las cuentas públicas creó espacio para que una política monetaria muy prudente acompañara el proceso de crecimiento económico, respondiendo a las genuinas necesidades de la evolución de la demanda de dinero por parte del público. Mientras el sector público y el sector financiero (éste último a través básicamente de la devolución de redescuentos recibidos durante la crisis financiera y la colocación de excedentes de liquidez la operatoria de pasivos) operaron

(2) Los impuestos a la renta y la propiedad incluyen principalmente Ganancias, Activos, Ganancia Mínima Presunta, Bienes Personales y Débitos y Créditos en Cuenta Corriente.

como factores de contracción en la creación de base monetaria, la oferta neta de divisas por parte del sector privado fue el principal factor que explicó el crecimiento del dinero primario durante 2004 (Ver Capítulo Dinero y Bancos). Los excedentes entre las fuentes netas de creación de base y su demanda fueron esterilizados por el BCRA a través de la colocación de títulos (LEBAC y NOBAC), cuya vida promedio tendió a extenderse en un contexto de reducidos rendimientos nominales. Cabe señalar, entretanto, que incluyendo el primer trimestre del año en curso, el cumplimiento del Programa Monetario del BCRA lleva ya siete trimestres consecutivos.

Al mismo tiempo, el sistema financiero continúa su firme recuperación, reparando paulatinamente su hoja de balance luego de la profunda crisis experimentada en la fase final de la Convertibilidad y sus consecuencias inmediatas. Los depósitos totales en pesos continúan creciendo sistemáticamente desde mediados de 2002, mostrando un alza durante 2004 de 20% punta a punta. En el mismo período, los préstamos al sector privado se incrementaron un 27%, con un crecimiento neto de todas las líneas de crédito, excepto las de préstamos hipotecarios, en las que las cancelaciones superan todavía levemente a los incipientes otorgamientos brutos. Aún así, las financiaciones al sector privado apenas alcanzan al 8,9% del PIB y están todavía predominantemente concentradas en las de plazos cortos y en los préstamos que financian el consumo de las familias (aunque se ha verificado en los últimos meses una incipiente extensión de los plazos promedio). Al mismo tiempo, se han sucedido significativas mejoras en la calidad de los activos, con una reducción de más de 45% en la participación (14 puntos porcentuales) de los préstamos en situación irregular en la cartera de los bancos. Estos desarrollos son congruentes con la mejora de los indicadores de liquidez y rentabilidad del sistema financiero y, en un contexto en que se han verificado recapitalizaciones, con la paulatina recuperación de su solvencia. En particular, durante todo 2004, los bancos registraron una pérdida de unos \$ 514 M (0,3% del activo), equivalente a sólo la décima parte de la registrada en 2003.

La normalización del entorno macroeconómico también se reflejó en un tipo de cambio nominal relativamente estable respecto de 2003 (\$2,95 promedio en 2003 y \$2,94 promedio en 2004), con una apreciable disminución de su volatilidad durante el año que pasó. A pesar de la estabilidad cambiaria nominal, el tipo de cambio real multilateral se ubicó 5% por encima del valor promedio registrado en 2003, lo que se explica principalmente por la baja internacional del dólar frente a la mayoría de las divisas. De esta manera, se produjo una mejora de competitividad frente a la mayoría de nuestros socios comerciales.

En el frente externo, entretanto, la balanza de pagos ha continuado evidenciando una importante acumulación de reservas, las que a fin de año alcanzaban casi los U\$S 20 mil millones, aproximadamente un 13% del PIB. La cuenta corriente continuó registrando un saldo positivo de 2% del PIB (aunque equivalente a 5,7% del PIB en base caja, es decir, cuando se computan los atrasos de intereses), pese al importante crecimiento de los rubros más sensibles a la actividad económica: importaciones y remesas de utilidades y dividendos. La cuenta financiera revirtió su situación deficitaria, produciéndose ingresos netos por U\$S 2.194 millones, frente a una salida neta de casi U\$S 3.000 M en 2003. El sector privado no financiero (incluyendo errores y omisiones) fue el principal responsable de este cambio, pues transformó una salida neta de casi U\$S 5.500 millones en 2003 en un leve resultado positivo de unos U\$S 390 millones en el año que cerró.

La balanza comercial de bienes y servicios mantuvo un fuerte superávit de casi 8% del PIB, aunque menor al del año anterior, debido a la continua recuperación de las importaciones (+50% i.a) desde los reducidos niveles a que habían caído como consecuencia de la crisis. La coexistencia de elevados superávit comerciales y un proceso de rápido crecimiento y recuperación de las importaciones (algo relativamente inédito en los patrones de desempeño externo de nuestra economía) está explicada, en buena medida, por el muy favorable desempeño de las exportaciones, que crecieron un 17% en 2004. Las mayores ventas externas fueron lideradas, en la primera parte del año, por los mejores precios internacionales de las commodities, que aumentaron 28,7% entre los primeros semestres de 2004 y 2003. El segundo semestre de 2004, en cambio, mostró una buena performance de las cantidades exportadas (12,8% respecto de idéntico período de 2003), en especial de las manufacturas de origen industrial (MOI), que acumularon un 19,3% de incremento respecto del segundo semestre de 2003. En los primeros meses de 2005, la participación de las MOI era ya del 31% de las exportaciones totales (con tasas de incremento interanual en el primer bimestre de 37% en dólares corrientes y 21% en volúmenes).

La favorable respuesta de la oferta interna al dinamismo exhibido por la demanda internacional (la economía global creció 5,1% durante 2004, un récord en los últimos 30 años, y algo similar ocurrió en nuestra región que se expandió 5,8%, su tasa más alta en un cuarto de siglo) permitió una significativa diversificación de destinos de las ventas al exterior. En particular, los mercados no tradicionales pasaron de representar un 2% a un 6% del total de las exportaciones en 2003 y 2004, respectivamente. Por otra parte, el incremento de las exportaciones de manufacturas industriales no ha sido sólo el resultado de la recuperación experimentada por la economía brasileña sino que éstas exportaciones han evidenciado importantes subas también al Nafta, UE, Chile y, aunque por valores menores, a varias economías de Asia.



## 2. De cara al futuro: el éxito de la Reestructuración de la Deuda Pública

A fines de febrero, con la finalización del período de seis semanas abierto para la suscripción de la oferta de canje por parte de los tenedores de títulos en cesación de pagos, culminó exitosamente el proceso de reestructuración de la deuda pública. Del total de deuda elegible por U\$S 81.836 M, el 76,15% (U\$S 62.318 M) aceptó la propuesta efectuada por el gobierno, con lo que Argentina dejó formalmente su situación de default luego de un arduo e inédito proceso de negociación debido a su magnitud y complejidad. Esta elevada tasa de aceptación fue el resultado de una importante participación en todas las jurisdicciones, monedas e instrumentos involucrados. Como contrapartida, se emitirán U\$S 35.261 M de nuevos títulos de deuda (bonos par, cuasi-par y descuento). De este modo, si se adicionan los títulos canjeados a la deuda que ya se encontraba en situación regular, en la actualidad el país ha normalizado el 86% de su stock de deuda pública<sup>(3)</sup> (Ver Cuadro 1).

**Cuadro 1**  
**Resultados Globales del Proceso de Reestructuración de la Deuda Pública**  
 Cifras en millones de US\$

Deuda elegible	81.836	
Deuda canjeada	62.318	
en %	76,2%	
	Deuda "vieja"	Deuda reestructurada
Bonos Par	15.000	15.000
Bonos Descuento	35.405	11.932
Bonos Cuasi-Par	11.913	8.329
TOTAL	62.318	35.261

El importante éxito de la operación de canje puede apreciarse aún más claramente si se tienen en cuenta varios rasgos que tornan verdaderamente inédito al proceso de reestructuración encarado. En primer lugar, se trata de una reestructuración sin precedentes en los mercados financieros internacionales tanto por su magnitud como por la gran cantidad de actores, jurisdicciones, monedas e instrumentos involucrados. El grado de atomización de los acreedores y la existencia de potenciales problemas de coordinación tornó muy complejo el proceso de negociación. Ello requirió que el equipo negociador llevara adelante un mecanismo de consulta que demandó más de setenta reuniones con los diferentes grupos de acreedores a lo largo de varios meses en diferentes países y plazas financieras, trabajando en el detalle del menú de instrumentos ofrecidos para que éste reflejara adecuadamente los perfiles e intereses de los diferentes tenedores de bonos. Este proceso de consulta fue el que permitió delinear una oferta comprensiva, sostenible y viable, que minimizara,

al mismo tiempo, la pérdida de valor para las diferentes partes involucradas en el marco de las restricciones planteadas por la capacidad de pago del país.

Un segundo aspecto que tornó completamente novedoso al proceso de reestructuración encarado fue la estrategia adoptada por las autoridades. En efecto, tal como ha sido enfatizado por el gobierno argentino en numerosas ocasiones a lo largo del prolongado proceso de renegociación, las autoridades tenían a priori dos enfoques posibles para encarar la reestructuración de los pasivos gubernamentales. Una primera opción consistía en repetir el fracasado esquema observado durante la mayor parte de la década del noventa y en anteriores episodios de reestructuración, vale decir, buscar alcanzar una "solución rápida" al problema, priorizando la aceptabilidad de la propuesta por parte del mercado, pero ignorando las restricciones impuestas por la capacidad de pago del país. Es probable que un enfoque de este tipo (en buena medida promovido por actores muy relevantes de los mercados financieros internacionales) hubiese permitido alcanzar un acuerdo en plazos menores a los que finalmente demandó el proceso de canje. Sin embargo, esta primera estrategia –mucho más "fácil", en principio, para las actuales autoridades pero claramente irresponsable e inconsistente desde el punto de vista intertemporal– hubiera ofrecido una salida completamente efímera a la situación de default. Esta falsa reestructuración de las obligaciones hubiera importado un fugaz alivio financiero en el cortísimo plazo, pero la carga en valor presente de los compromisos se hubiese mantenido relativamente inalterada (poniendo en duda su sostenibilidad) lo que habría dejado latente el problema. Esto habría conducido inevitablemente a ulteriores reestructuraciones y a nuevos episodios de crisis, condicionando el crecimiento de la economía, infligiendo nuevas pérdidas de bienestar a la población (y a los propios acreedores) y afectando severamente, una vez más, la reputación y credibilidad de la República.

(3) La liquidación final de la operación, prevista en principio para el 1 de abril, se encuentra pendiente de efectivización debido a la presentación efectuada por un grupo de acreedores que, voluntariamente, decidieron no participar en el proceso de canje (holdouts). Argentina obtuvo un fallo favorable de primera instancia frente a esa presentación. El caso fue apelado y la entrega definitiva de los nuevos bonos emitidos a sus titulares se encuentra demorado hasta la resolución de la Cámara Federal de Apelaciones de Nueva York.

Por el contrario, el enfoque adoptado por las autoridades, mucho más difícil y complejo, implicó en la práctica el rechazo de esta “fuga hacia delante” y buscó alinear los compromisos reestructurados con la verdadera capacidad de pago del país. Se logró así conciliar la noción de “aceptabilidad” por parte de los mercados con la “sostenibilidad” de la propuesta de canje. Este principio general de “ofrecer sólo aquello que se está en condiciones materiales de cumplir” es el único modo posible de manifestar en forma creíble y duradera la voluntad de pago de los compromisos asumidos.

Caben consignar, además, otro conjunto de elementos que tornaron distintivo este proceso de reestructuración. En primer lugar, es importante destacar que el mismo fue llevado adelante en el contexto de un apreciable cambio del “paradigma” vigente en la comunidad financiera internacional en lo que se refiere a la resolución de crisis de deuda soberanas. En efecto, el proceso de reestructuración de la deuda pública argentina no sólo no contó con el aporte de recursos frescos proveniente de los organismos de crédito multilateral sino que se implementó de manera simultánea a una importante reducción de la exposición neta del país frente a sus acreedores multilaterales. De hecho, desde 2002 a la fecha el país ha efectuado pagos netos de capital más intereses a los organismos financieros internacionales por alrededor de U\$S 11.500 M. Este cambio de reglas en los mercados financieros internacionales en favor de una “solución de mercado” a la crisis de la deuda pública fue un dato exógeno para el país e implicó que la quita ofrecida a los acreedores privados fuera necesariamente mayor que la observada en otros procesos de reestructuración de deudas soberanas.

En segundo lugar, la profundidad de la crisis —el colapso de la actividad económica fue mucho más marcado que el experimentado en otras situaciones de default— y sus dramáticos e inmediatos impactos sociales, obligaron a las autoridades argentinas a compatibilizar la obligación de honrar los compromisos financieros resultantes de la reestructuración con la necesidad de atender las urgentes demandas sociales en el corto plazo. Esta situación implicaba que la secuencia de pagos que surgiera de la reestructuración debía resultar mucho menos exigente, particularmente en los primeros años. Consecuentemente la quita implícita en la propuesta, medida en valor actual, tenía que ser mayor a la observada en otras experiencias de cesación de pagos.

En tercer lugar, el enfoque adoptado por las autoridades implicó que, teniendo en cuenta el extendido plazo de los instrumentos de la nueva deuda, la propuesta se debía confeccionar sobre la base de una evaluación cauta y realista del potencial de crecimiento de la economía argentina, del superávit fiscal primario alcanzable y del nivel del tipo de cambio real al cual convergería la economía. De esta manera la capacidad de pago de la economía surgió de un análisis de consistencia macroeconómica centrado en la evolución de las mencionadas variables, con el fin de asegurar la sustentabilidad del proceso, y garantizar una configuración productiva equilibrada, acorde con los objetivos económicos y sociales definidos por el gobierno. Esta orientación también resultó completamente novedosa respecto de experiencias pasadas de reestructuración.

Si la economía argentina logra, no obstante, consolidar los avances manifiestos hacia un crecimiento sustentable, muy probablemente alcance tasas de crecimiento en promedio superiores y con menor volatilidad a la implícita en la propuesta. Es por ello que, con el objetivo de compartir con los tenedores de la nueva deuda reestructurada los beneficios de un eventual crecimiento económico por encima del comprometido en la propuesta, se diseñó un instrumento financiero vinculado a la evolución del PIB que sólo gatilla pagos en caso de que el país cuente efectivamente con los recursos para hacerles frente.

La comprensión del conjunto de estas consideraciones por la gran mayoría de los acreedores es lo que ha permitido compatibilizar la tasa de aceptación alcanzada, muy superior a la esperada a lo largo del proceso de reestructuración, con un esquema sustentable. De cara al futuro, y en la medida en que el principal logro de la reestructuración consistió en la reformulación de los compromisos de deuda de acuerdo a la real capacidad de pago de la economía, puede afirmarse que la economía argentina enfrenta ahora una carga de la deuda muy exigente pero, a diferencia del pasado, afrontable. Aunque se sitúa todavía en valores muy elevados, el nivel y el perfil de la deuda pública han vuelto a ser manejables. De hecho, la relación deuda/PIB representa ahora un 72% del producto, aunque medida en valor presente, esta magnitud constituye un 57% del PIB. Como consecuencia, la carga de intereses que se desprende del nuevo perfil de deuda alcanza actualmente el 2% del PIB.

El Cuadro 2 exhibe la mejora sustancial luego del canje de varios de los indicadores usuales de fragilidad y solvencia. Comparando con los niveles de diciembre de 2001, los pagos de intereses pasaron de representar de un 22% a un 10% de los recursos tributarios, y de constituir un 70% a un 15% de las reservas internacionales. El stock de deuda, entretanto, cayó desde casi un 540% de las exportaciones en diciembre de 2001 a alrededor del 360%. Por último, uno de los indicadores más claros de vulnerabilidad sistémica (vgr. el descalce de monedas entre los pasivos del sector público y sus ingresos) ha experimentado una notable reducción como consecuencia del aumento de la participación de la deuda denominada en pesos desde el 3% al 37% actual.

**Cuadro 2**  
**Deuda pública Pre y Post Reestructuración**  
**Ratios**

	Dec-01	Abr-05 (*)
Servicios de intereses / Exportaciones	38%	9%
Stock Deuda Pública / Exportaciones	544%	364%
Stock Deuda en Moneda Extranjera / Exportaciones	527%	204%
Servicios de Intereses / Reservas Internacionales Líquidas	70%	15%
Servicios de Intereses / Recursos Tributarios	22%	10%
Deuda en pesos / Deuda Total	3%	37%

(\*) Estos valores no hacen referencia a la deuda elegible que voluntariamente no participó en el canje.

Todo ello implica que el servicio de la deuda pública, aunque demandará sostenidos esfuerzos fiscales a lo largo de un período muy prolongado, debería dejar de operar como factor generador de fragilidad sistémica e inductor de permanente incertidumbre, inhibiendo el crecimiento de la economía en el mediano y largo plazo.

La reestructuración encarada permite avanzar en la recuperación de la solvencia fiscal intertemporal y en la progresiva reducción de la carga de la deuda. El reordenamiento de las finanzas públicas y la definición de un panorama fiscal sostenible deberían inducir, ceteris paribus, una mayor rentabilidad proyectada y un escenario de mayor previsibilidad para el sector privado. Por un lado, las menores necesidades de financiamiento del sector público deberían traducirse en una ma-

yor disponibilidad de fondos domésticos para ese sector, evitando los tradicionales efectos de “desplazamiento” (crowding out) provocados por la necesidad de financiamiento del sector público en los mercados de crédito, al tiempo que la reducción de la prima de riesgo país debería posibilitar una disminución de los costos de financiamiento de los proyectos privados en los mercados internacionales. Por otro lado, la definición de compromisos fiscales y externos exigentes pero asequibles otorga previsibilidad al sendero futuro de variables macroeconómicas (presión tributaria) y precios relativos clave (tipo de cambio).

De este modo, al despejar el horizonte y eliminar un factor de incertidumbre, la resolución exitosa de la reestructuración de la deuda tendrá en lo inmediato un impacto favorable sobre las expectativas, contribuyendo a destrabar varias decisiones pendientes de inversión. Por otra parte, desde una perspectiva de más largo alcance, al reforzar los fundamentos de la actual configuración macroeconómica, contribuirá a mejorar las perspectivas de un crecimiento sostenible, balanceado y socialmente inclusivo.

### Nuevos Desafíos I: Consolidar la Estabilidad de Precios

Argentina, al igual que la mayoría de los países latinoamericanos, tiene tras de sí una prolongada historia de inflación crónica, la que luego de conducir a dos episodios hiperinflacionarios a fines de los años ochenta y comienzos de los noventa, fue finalmente erradicada durante la década pasada. Agudización de la puja distributiva, alta variabilidad de los precios relativos con la consiguiente pérdida de importancia de su rol en la asignación de los recursos, fuerte incertidumbre que afectaba negativamente a la tasa de inversión, y la pérdida del valor real de los ingresos tributarios, son sólo algunos de los costos que la inflación crónica le confirió al funcionamiento de la economía, lo que terminó afectando severamente su desempeño y su capacidad de crecimiento.

Uno de los fenómenos que tendían a verificarse durante los recurrentes episodios de crisis de balanza de pagos en el pasado consistía en que generalmente la depreciación de la moneda doméstica daba lugar al inicio de procesos inflacionarios persistentes. En este sentido, uno de los hechos más destacables de la evolución macroeconómica posterior a la salida de la crisis provocada por el derrumbe de la Convertibilidad fue que, luego de la suba de precios provocada por el impulso proveniente de la burbuja cambiaria, la actitud responsable del conjunto de los agentes económicos, junto a la prosecución de coherentes políticas fiscales, monetarias y cambiarias lograron anclar las expectativas y contribuyeron a una rápida estabilización de los pre-

### La aceleración reciente de los precios

A partir del marco descripto, cabe hacer referencia a la aceleración de la inflación ocurrida durante el primer trimestre de 2005. En efecto, desde diciembre de 2004 se ha producido un avance mensual de los precios a un ritmo claramente mayor al del promedio de 2004. La inflación del primer trimestre de 2005 fue de 4%, y la tasa acumulada de los últimos 12 meses alcanza el 9,1% (ver Gráfico 7). Por su parte, la inflación del índice Resto IPC (una proxy de la inflación subyacente) acumuló un alza en el trimestre de 4,6% y un incremento de 9,6% en marzo de 2005 cuando se compara con igual mes del año previo. Sin embargo, un análisis pormenorizado de la evolución de los precios permitiría conjeturar que el fenómeno en curso tendría un carácter transitorio. Este diagnóstico se basa en la observación de un conjunto de hechos que se detallan a continuación.

En primer lugar, durante la primera parte de 2005 se están observando ciertos ajustes pendientes de precios relativos que habían quedado desalineados a la salida de la crisis que precipitó el colapso de la Convertibilidad. En particular, debe tenerse en cuenta que desde 2002 los precios al consumidor han evolucionado muy por debajo de los precios mayoristas,

por lo que se verificó una importante reducción de márgenes de comercialización a nivel minorista. En un contexto en que la demanda final se está expandiendo en forma robusta, las firmas que venden al público parecen contar con mayor grado de maniobra (pricing power) para intentar recomponer márgenes y trasladar al público parte de los aumentos de costos que han experimentado. Al mismo tiempo, también se advierte una tendencia reciente a la recuperación de los precios de los servicios respecto del precio de los bienes (ver Gráfico 8).

Gráfico 7  
IPC – Tasas de variación punta a punta

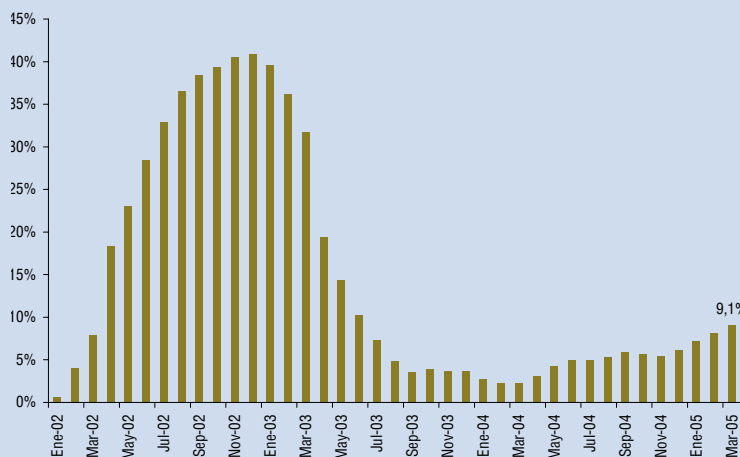


Gráfico 8  
Evolución de Precios Relativos  
Dic 2001 = 100

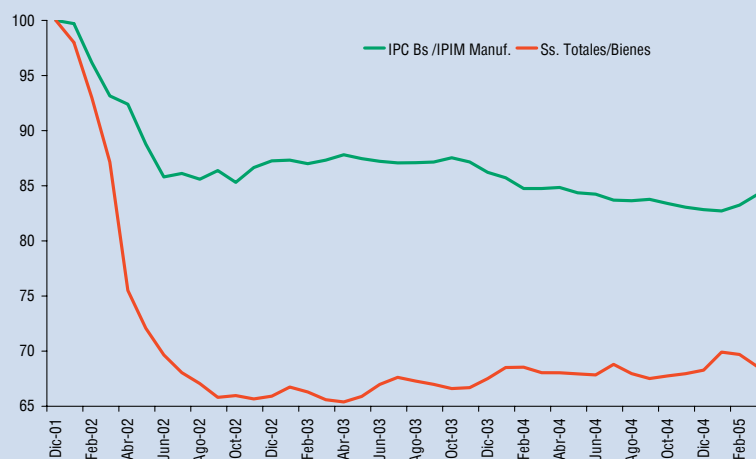
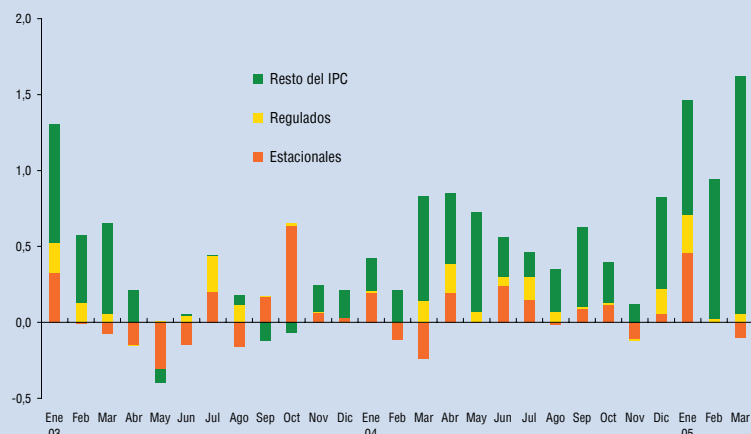


Gráfico 9  
**Incidencias en las variaciones mensuales del IPC-GBA**  
 Según clasificación en categorías



Dado que estos últimos están creciendo, el cambio de los precios relativos se produjo mediante un alza del nivel general de precios y buena parte de este fenómeno se reflejó, incluso, en una suba del índice IPC resto, que aproxima la evolución subyacente. Ello puede inducir a creer que se está verificando un proceso permanente de aceleración inflacionaria. Sin embargo, si los productos cuyo precio relativo está aumentando convergen a su nuevo nivel sin inducir, vía efectos de segunda vuelta, alzas ulteriores en el resto de los precios, la nueva estructura de precios relativos alcanzada debería mantenerse relativamente inalterada sin que el índice general muestre nuevas subas, más allá de la inflación tendencial que suele acompañar a toda economía en crecimiento.

De este modo, estos ajustes pendientes de precios relativos se estarían reflejando en forma transitoria en una mayor tasa de inflación. De hecho, se esperaba que una parte de estos ajustes hubiese tenido lugar durante el año pasado. De allí que la inflación efectiva de 2004 (6.1% punta a punta y 4.4% promedio) se situara por debajo del límite inferior de la banda de entre 7% y 11% fijada como meta inflacionaria en el programa monetario del BCRA y en las previsiones macroeconómicas que acompañan al Presupuesto.

A estos factores debe sumarse la actualización de algunos precios administrados (taxis, cigarrillos, GNC), cuyos aumentos fueron autorizados entre diciembre y enero por el gobierno<sup>(4)</sup>. En el mismo período, deben contabilizarse también alzas estacionales en el rubro turismo y en algunas verduras (ver Capítulo de Precios). En conjunto, estos dos factores explicaron aproximadamente la mitad de la inflación de 1,5% del mes de enero (ver Gráfico 9). Muchas de estas alzas estacionales se vieron acentuadas por el dinamismo exhibido por la demanda privada, algo que también tendió a ocurrir durante marzo con los servicios educativos.

Finalmente, debe recordarse que una parte no menor de los aumentos observados en los índices del primer trimestre de 2005 se debe a incrementos de precios en manufacturas de origen agropecuario, las que han aumentado sus ventas externas, y por lo tanto su grado de transabilidad. Se trata, fundamentalmente, de los lácteos (cuyos precios internacionales exhiben valores elevados) y de las carnes (en los que la suba de precios internacionales se ha verificado en un contexto de reapertura de mercados externos para nuestros productos por el cambio de estatus sanitario). Los elevados valores conseguidos en los mercados externos han sido trasladados en buena medida al mercado interno en un contexto de fuerte recuperación del consumo y, en el caso de las carnes, cierta retracción coyuntural de la oferta.

### Suba Transitoria de Precios vs Inflación Permanente: impulsos y mecanismos de propagación

De todo lo anterior resulta que es muy importante distinguir entre saltos discretos “de una sola vez” del nivel de precios (que pueden provocar aumentos transitorios de la tasa de inflación) y una suba permanente de los mismos, asociada a un proceso inflacionario. Siempre que se verifique un cambio de precios relativos sin que ello se produzca como consecuencia de una baja de determinados precios y la constancia de otros, esto se reflejará en una tasa de inflación transitoriamente positiva. Pero esta

(4) Aunque con menor incidencia, el incremento de otros precios que contribuyeron a la suba del índice general en el primer trimestre fueron los de las cuotas de la medicina prepaga y de los colegios privados. Aunque en la evolución del precio de estos servicios es importante la incidencia de las decisiones gubernamentales, los mismos se encuentran contabilizados por el INDEC dentro del índice resto IPC:

tasa de inflación transitoriamente más elevada no tiene por qué tender a perpetuarse, excepto que haya mecanismos de transmisión que propaguen esos impulsos inflacionarios. En este último caso la existencia de mecanismos de propagación tiende a reproducir la tasa de inflación de los períodos pasados porque todos los precios de la economía buscan ajustarse en respuesta al impulso inflacionario inicial y el proceso puede adquirir inercia propia, (como ha ocurrido en el pasado en la experiencia argentina) dando lugar a un régimen de alta inflación. Estos mecanismos de amplificación, sin embargo, sólo tienden a montarse cuando las conductas adaptativas de los agentes económicos conducen a desarrollar instituciones formales e informales de cobertura (vía expectativas o prácticas indexatorias) frente a un entorno de desequilibrios macroeconómicos recurrentes, percibidos éstos últimos como permanentes.

Típicamente, en la interpretación de los fenómenos inflacionarios de naturaleza permanente se reconoce que una parte de los impulsos inflacionarios pueden tener origen en desequilibrios persistentes de las cuentas públicas, convalidados sistemáticamente por el financiamiento monetario vía emisión. Otro impulso usual lo constituyen los shocks de oferta (vgr. el fracaso de una cosecha, el aumento del precio internacional del petróleo, etc.), o bien la suba abrupta del tipo de cambio en respuesta a una crisis de balanza de pagos, todos fenómenos que pueden operar como disparadores de un alza en el nivel general de precios.

En las actuales circunstancias, los factores tradicionales de impulso inflacionario parecen estar bajo razonable control. La situación de las finanzas públicas es muy holgada, y tras la reestructuración de la deuda pública, la perspectiva es que esta solvencia se mantendrá en el futuro (ver Capítulo Finanzas Públicas). Por otra parte, pese a la importante reducción de la tasa de desocupación y a la eventual existencia de algunas restricciones en la oferta de calificaciones laborales específicas, el mercado de trabajo continúa sobreofertado y puede descartarse que los salarios hayan jugado un rol como factor motorizador de impulsos inflacionarios. Por último, la balanza de pagos, muestra un saludable equilibrio, con una cuenta corriente positiva y una entrada de capitales neta, todo lo cual apunta a una creciente acumulación de reservas y a la ausencia de presiones alcistas sobre los precios provenientes del mercado cambiario (ver Capítulo Sector Externo).

De esta manera, los sólidos fundamentos en la configuración macroeconómica y la ausencia, por tanto, de los mecanismos tradicionales de impulso inflacionario han impedido que se instalen los canales que usualmente darían origen a una aceleración sostenida de la inflación. En cuanto a los mecanismos de propagación, como se dijo, éstos responden a movimientos “de segunda vuelta” y operan tanto a través de la generación de firmes expectativas inflacionarias fundadas en la percepción de desequilibrios macroeconómicos recurrentes como de la generalización de las prácticas indexatorias, formales o informales<sup>(5)</sup>.

Un mecanismo típico a través del cual tienden a propagarse los impulsos inflacionarios es el intento de algunos sectores por recuperar la pérdida sufrida en su ingreso real frente a una aceleración inflacionaria pronunciada. Cabe destacar que en el caso argentino, y en etapas de alta inflación, la indexación de los salarios fue uno de estos mecanismos de transmisión de impulsos provenientes de otros mercados. Sin embargo, la experiencia ha demostrado que, pese a la existencia de mecanismos de ajuste automático que buscaban preservar el poder adquisitivo de las remuneraciones al trabajo, los salarios reales tendían a deteriorarse en forma sistemática ante cada episodio de aceleración inflacionaria.

De este modo, en las actuales circunstancias y en un contexto de recomposición de la demanda de trabajo, parece apropiado que las negociaciones salariales atiendan adecuadamente la realidad (en términos de productividad y rentabilidad) de los diferentes sectores de actividad económica. Si bien es cierto que en muchos sectores se ha verificado en el último período un incremento de los costos salariales, también lo es que en varias actividades (especialmente las del sector transable) de la economía se ha verificado desde la salida de la Convertibilidad una apreciable reducción de los costos laborales unitarios y un fuerte incremento de los márgenes de ganancia. De este modo, dependiendo de la evolución de su productividad y de los márgenes de rentabilidad alcanzados la situación de los diferentes sectores se presenta muy heterogénea en lo referente a su capacidad para absorber o trasladar a los precios finales eventuales incrementos salariales.

Otro mecanismo característico en procesos inflacionarios establecidos y con una historia prolongada por detrás, era el uso por parte de los agentes económicos de una referencia para actualizar periódicamente sus ingresos nominales (normalmente, el nivel general de algún índice de precios), lo que tendía a coordinar las expectativas de inflación y a realimentar el proceso inflacionario.

Afortunadamente, por las razones antes mencionadas, ninguno de estos mecanismos parecen estar vigentes en la actualidad. Las acciones de la política económica han desestimulado y, en muchos casos, impedido de jure la indexación, al tiempo que

(5) Por ejemplo, la conducta de empresas con capacidad de incidir en la formación de precios en mercados poco competitivos.

el entorno de baja inflación prevaleciente ha restado incentivos a los propios agentes para desarrollar estas prácticas formales o informalmente.

Finalmente, aunque es factible que puedan verificarse algunos cuellos de botella en sectores específicos, tampoco parece posible afirmar que la aceleración inflacionaria reciente esté vinculada con la existencia a nivel global de un desequilibrio duradero entre la oferta y la demanda agregadas, o que se haya llegado al límite de la capacidad productiva de la economía. Además, el aumento proyectado y sostenido de la tasa de inversión, y las continuas ganancias de productividad resultantes de ese proceso permitirán ir expandiendo el producto potencial, en línea con la evolución de una demanda global cuya tasa de expansión irá gradualmente convergiendo a niveles sostenibles en el mediano y largo plazo.

### La respuesta de la política económica

Las circunstancias y argumentos arriba reseñados avalarían el diagnóstico de que la aceleración de la tasa de inflación observada en el primer trimestre de 2005, constituye el resultado de la superposición en un momento del tiempo de un conjunto de factores puntuales en un contexto de fuerte expansión de la economía, y no un fenómeno de naturaleza permanente. Sin embargo, teniendo en cuenta la importancia de mantener bajo control las expectativas de aumentos de precios, especialmente en un país con una historia inflacionaria como la que caracterizó a la Argentina, y procurando evitar que eventualmente pudieran montarse sobre esta aceleración coyuntural mecanismos de indexación formales o informales, las autoridades han encarado un conjunto consistente de acciones de política.

En primer lugar, el Gobierno ha establecido una serie de acuerdos de precios con algunas cámaras del sector privado productoras de alimentos, uno de los rubros que en el último bimestre aportó un mayor impulso a la aceleración transitoria de los precios. Estos acuerdos persiguen un doble fin: por un lado, desacelerar el crecimiento del nivel general del índice, dada la fuerte contribución reciente de los alimentos a la suba del mismo; por el otro, moderar su impacto social negativo, retro trayendo algunos precios a niveles previos a los resultantes de las últimas subas, sobre todo en aquellos productos que se caracterizan por una ponderación importante en la canasta alimentaria de los sectores de menores ingresos.

Al momento de redactarse este informe, habían sido firmados cinco acuerdos, cuatro durante la segunda quincena de marzo y uno a comienzos de abril. Los sectores privados involucrados son el avícola, los frigoríficos, los productores de lácteos, la industria aceitera, y los supermercados. En general los acuerdos poseen un plazo de vigencia de 90 días a partir de su firma (con la excepción de la industria láctea, que firmó por 150 días), y presentan como meta la rebaja del precio de ciertos productos (salvo la industria aceitera, que se comprometió al mantenimiento de los niveles observados). Los grandes comercializadores, por su parte, se comprometieron a trasladar a los consumidores las rebajas convenidas con los productores.

De manera simultánea a la implementación de estos acuerdos, las autoridades continúan comprometidas con la prosecución del actual marco de políticas macroeconómicas prudentes y responsables, lo que debería contribuir a reducir las expectativas inflacionarias. Por un lado, el BCRA ha tomado nota de la aceleración reciente de las tasas de inflación y ha tendido a cambiar, durante el primer trimestre, gradualmente el sesgo de su política monetaria, sin que ello implique sobrerreaccionar frente a un fenómeno de naturaleza transitoria e impedir el natural ajuste pendiente de precios relativos. En esa dirección, la autoridad monetaria ha llevado adelante un conjunto de acciones dirigidas a reducir moderadamente el estímulo monetario y anunció su intención de ir ubicándose paulatinamente por debajo del techo de la banda fijada en el programa monetario. Junto a una incipiente suba en las tasas de las LEBAC de más corto plazo, el incremento en el corredor de tasas de las operaciones de pasés y el lanzamiento de licitaciones dirigidas a acelerar las cancelaciones de redescuentos por parte de los bancos, durante el primer trimestre del año el BCRA redujo en forma sensible su participación en el mercado de cambios. En esta tarea, la autoridad monetaria recibió una importante colaboración de parte de la Tesorería, que compró prácticamente el doble (US\$ 1.663 millones) de las divisas adquiridas por el BCRA. El conjunto de estas acciones permitieron reducir la base monetaria amplia en unos \$2.275 millones, revirtiendo casi la totalidad del incremento estacional observado durante el mes de diciembre.

Finalmente, en lo que hace específicamente a la política fiscal, debe mencionarse que durante el segundo trimestre se producirá seguramente una importante absorción de recursos provenientes del sector privado debido al usual aumento estacional del superávit primario, originado en los importantes vencimientos impositivos del período. Algo similar ocurrió en el segundo trimestre del año pasado cuando el superávit primario del fisco nacional pasó de alrededor de 3,5% del PIB en el primer trimestre de 2004 a alrededor de 7% del PIB en el segundo cuarto del año. Este año, no obstante, se espera que el impulso fiscal contractivo sobre la evolución del gasto privado tienda a ser menor debido, especialmente, a que en las próximas semanas se

efectivizará un importante pago pendiente de intereses de la deuda reestructurada correspondiente a lo devengado durante 2004 y parte de 2005, y una proporción importante de esas erogaciones será percibida por agentes residentes. Más allá de este efecto, las finanzas públicas continuarán contribuyendo a moderar el ritmo de incremento que exhibe el gasto privado. La mayor disponibilidad de recursos fiscales posibilitará, al mismo tiempo, que la Tesorería continúe desempeñando un rol muy relevante en la mantención de una paridad cambiaria competitiva y estable.

## Nuevos Desafíos II: el Crecimiento Sostenible

Un rasgo típico del comportamiento de la economía argentina ha sido la estrecha correlación negativa existente entre el grado de volatilidad macroeconómica y la tendencia de mediano y largo plazo del PIB. Así, uno de los rasgos distintivos de los fenómenos macroeconómicos en nuestro país fue que los desequilibrios agregados han tendido a exhibir una magnitud, duración temporal y frecuencia, mucho más elevada que la fluctuación típica de las economías desarrolladas. De este modo, las variables fundamentales y los precios relativos clave mostraban una variabilidad e impredecibilidad estocástica muy pronunciada, tornando muy difícil modelar y anticipar su evolución y generando, por ende, en los períodos de desequilibrio macroeconómico niveles de incertidumbre que conducían a la generación de graves fallas de coordinación agregadas.

A diferencia de economías en las que los problemas macroeconómicos son moderados, esporádicos y pasajeros, la propensión a generar en forma sistemática y recurrente episodios de inestabilidad macroeconómica de gran magnitud conducía a los agentes a desplegar conductas permanentes de adaptación microeconómica frente al fenómeno de desequilibrio.

En una economía estructuralmente propensa a generar desequilibrios agregados, la influencia del contexto macroeconómico sobre la estructura microeconómica era entonces mucho más intensa y duradera: dado el riesgo de tomar decisiones erróneas en un contexto volátil y de elevada incertidumbre, la opción de poder revertir decisiones pasadas tenía un elevado premio económico y tornaba rentables conductas conservadoras y defensivas de adaptación permanente a un contexto incierto. Todo ello conducía al marcado acortamiento del horizonte temporal relevante para la toma de decisiones.

De este modo, los agentes tendían a desplegar una elevada “preferencia por flexibilidad”, con consecuencias muy negativas sobre la asignación de los recursos reales y la estructura financiera de la economía y, consecuentemente, sobre el crecimiento. Por una parte, en un contexto incierto y de elevada variabilidad de los precios relativos fundamentales, la reticencia a comprometer recursos por períodos largos tenía consecuencias deletéreas sobre el comportamiento de la tasa de inversión. Pero además, la elevada prima de riesgo implícita entre los rendimientos de corto y largo plazo provocaba la virtual desaparición de los mercados de crédito a plazos prolongados. El bajo compromiso con activos largos como los bienes de capital y la inexistencia de demanda por activos financieros a largo plazo provocaba entonces efectos muy negativos sobre la acumulación de capital y, especialmente, sobre la disponibilidad de financiamiento para los proyectos con mayor capacidad de innovación, afectando seriamente la evolución de la productividad agregada y, en consecuencia, del crecimiento.

Ciertamente, las razones por las que los fenómenos de desequilibrio macroeconómico tendían a tener una recurrencia, una magnitud y una duración temporal muy pronunciada eran de muy variado tipo. Algunas de ellas se encontraban estrechamente asociadas a diversos rasgos estructurales de la economía, vinculados esencialmente con su capacidad de absorber y procesar perturbaciones provocadas por alteraciones exógenas en las variables macroeconómicas fundamentales y/o en los precios relativos clave. Por un lado, la deficiencia en la estructura de mercados e instituciones relacionadas con la actividad económica determinaba que no existieran adecuados mecanismos de autorregulación capaces de atenuar y distribuir en el tiempo esas perturbaciones, tendiendo a amplificar el fenómeno de desequilibrio macroeconómico. Por otro lado, la escasa diversificación y sofisticación de la base productiva provocaba una potencial vulnerabilidad frente a la ocurrencia de shocks de orden agregado, y graves dificultades en el proceso de reasignación de recursos, prolongando el período de ajuste en desequilibrio de la economía. Por último, las propias conductas de adaptación microeconómica de los agentes a un contexto volátil y la emergencia de instituciones de adaptación al mismo (vgr. prácticas de indexación explícitas en contratos con cláusulas de ajuste automático o implícitas en las conductas de los formadores de precios en mercados poco competitivos) tendían a reforzar la intensidad y profundidad de los fenómenos de desequilibrio macroeconómico. En conjunto, estas características determinaban que la economía fuese estructuralmente propensa a generar episodios pronunciados de inestabilidad macroeconómica.

A diferencia de lo que cabía esperar, las políticas de estabilización y reforma estructural adoptadas durante la década pasada tendieron a exacerbar, en lugar de reducir, la variabilidad del ciclo macroeconómico, dando lugar a una sucesión de fases de auge y contracción impulsadas por el comportamiento marcadamente procíclico de los flujos externos de capital privado. La



combinación durante la década pasada de apertura comercial y atraso cambiario y la consecuente generación de tendencias no sostenibles en la cuenta corriente y en la evolución del endeudamiento externo público y privado basadas en expectativas infundadas sobre el ingreso percibido como permanente condujeron, en determinado punto, a severas crisis financieras y de balanza de pagos cuando se revirtió la dirección del flujo de capitales.

Para evitar la reiteración de patrones similares de auge y depresión, se requiere de un crecimiento balanceado, que respete, como tendencia, ciertas proporciones razonables entre los grandes agregados que sean sostenibles en el tiempo. A diferencia de lo ocurrido en experiencias pasadas, los sólidos equilibrios macroeconómicos alcanzados en la actualidad y la existencia de valores realistas para variables clave tales como el tipo de cambio real abren oportunidades para sustentar un crecimiento duradero. Ello debería traducirse en un crecimiento estable en los períodos de normalidad y en una economía mejor preparada para lidiar con cambios adversos en el contexto, evitando episodios de crisis profundas, con consecuencias productivas y sociales devastadoras.

En lo que a la inversión se refiere, es evidente que sólo un proceso sistemático de acumulación de capital y de incorporación de innovaciones garantizará que la economía pueda satisfacer con una oferta creciente de bienes y servicios el aumento de la demanda de residentes y no residentes en un entorno de baja inflación y equilibrio del sector externo. En este último sentido, se requiere de la disponibilidad de un flujo continuo de divisas, que esté generado principalmente en el sector real de la economía. Esto es así porque tanto el comportamiento procíclico de los mercados de capitales internacionales y la alta volatilidad del financiamiento externo, como la propensión de la economía argentina a caer en “trampas de endeudamiento”, enseñan que es necesario evitar una participación desproporcionada del ahorro externo en el financiamiento de la inversión. Ello implica mantener elevados niveles de ahorro interno y, por tanto, un resultado tendencialmente superavitario (o, al menos, equilibrado) de la cuenta corriente del balance de pagos.

Debe notarse que este enfoque no ignora el aporte de los capitales internacionales al proceso de desarrollo, ya que en la medida en que el sector público continúe reduciendo en forma neta su endeudamiento con el resto del mundo, ello debería dejar espacio para que el sector privado pueda recurrir eventualmente al endeudamiento externo, con el fin de financiar inversiones productivas. En todo caso, se trata de asegurar que dichos flujos sean estables en el tiempo, y que permitan al país el acceso a nuevas tecnologías, al tiempo que habiliten la posibilidad de aprovechar oportunidades de financiamiento en los mercados internacionales.

Lo anterior exige un tipo de cambio real lo suficientemente competitivo como para estimular la expansión del sector productor de bienes y servicios transables y tasas de ahorro público y privado congruentes. Una competitividad elevada contribuirá a la generación de los superávits comerciales necesarios para garantizar la solvencia externa, en especial ahora, cuando la reestructuración exitosa de la deuda pública traerá aparejada la reanudación del servicio de las obligaciones financieras. El superávit primario del sector público, por su parte, asegurará que el Estado capture los recursos indispensables para honrar su nueva estructura de compromisos; en tanto que niveles razonables de ahorro privado contribuirán de un modo significativo al financiamiento de la inversión.

Los pilares básicos de la actual administración son plenamente consistentes con el logro de estos objetivos. La recuperación de la solvencia fiscal intertemporal, la reducción del endeudamiento público, el incentivo a la inversión, y la preservación de un tipo de cambio estable y competitivo es el conjunto de premisas que permitirán cumplir con el desafío más importante que enfrenta nuestro país: consolidar un conjunto de políticas que contribuyan a consolidar la actual etapa de crecimiento sostenido y dejar atrás décadas de declinación económica persistente. En otras palabras, Argentina está en condiciones de ir sentando las bases de un verdadero proceso de desarrollo económico socialmente inclusivo.

### Perspectivas para 2005

Los muy buenos resultados macroeconómicos de 2004, sumados a un contexto internacional que sigue presentándose como propicio para el desempeño de la economía argentina, hacen prever que durante el año en curso la actividad económica continuará exhibiendo un crecimiento importante. En tanto la economía comienza a converger a su tasa de crecimiento sostenible de largo plazo, las tasas interanuales de expansión del PIB tenderán, sin embargo, a moderarse naturalmente. Debido a la aceleración del crecimiento en el último semestre del año pasado el arrastre estadístico para este año se sitúa en torno de 3,9%, lo que pone un piso importante para el crecimiento de 2005. Ello, sumado a la evolución trimestral desestacionalizada prevista para la actividad económica sugiere que la economía local debería experimentar un crecimiento de al menos 6% respecto del promedio de 2004.

Del lado de la demanda agregada, este crecimiento debería estar caracterizado por un patrón balanceado en el aporte relativo de cada uno de sus componentes, con nuevos aumentos de la participación de la inversión en el PIB. Del lado de la oferta sectorial, mientras tanto, tenderán a observarse tasas de crecimiento relativamente equilibradas entre las actividades productoras de bienes y las de servicios, tal como ha venido sucediendo durante buena parte de 2004.

En este contexto, las perspectivas fiscales son alentadoras. El Presupuesto Nacional estima un superávit primario de 3,2% del PIB, una meta que en función del nivel de actividad esperado y el reciente ordenamiento de la deuda pública se debería alcanzar sin mayores sobresaltos. A su vez, el superávit fiscal primario permite prever que el sector público volverá a ser un factor contractivo de la base monetaria durante 2005. La solidez de la situación fiscal, la prudencia en el manejo de la política monetaria y las acciones preventivas adoptadas por el gobierno para evitar la formación de expectativas de inflación deberían traducirse, asimismo, en una gradual desaceleración de las tasas de inflación mensuales, luego del alza transitoria en el ritmo de incremento de los precios durante el primer trimestre del año. En este sentido, no se observan factores de peso para modificar los pronósticos de inflación para el año en curso, en base a los cuales se realizaron las proyecciones presupuestarias.

Aún en un escenario caracterizado por una esperable reducción de la elevada elasticidad empleo-producto observada durante los últimos tres años, la continuidad de la tendencia expansiva del PIB debería reflejarse en una continua generación de nuevos puestos de trabajo y en declinaciones adicionales de la tasa de desempleo. Los resultados preliminares del mes de febrero de la Encuesta de Indicadores Laborales, muestran una variación positiva del empleo privado formal de 0,6% promedio de los cuatro aglomerados relevados (GBA, Mendoza, Córdoba y Rosario). Comparado con el mismo mes del año anterior, el empleo presenta una variación positiva del 6,7%. Esta recuperación del empleo, junto a una gradual desaceleración de los registros inflacionarios y a una evolución de los ingresos nominales compatible con la realidad de los diferentes sectores de actividad económica, debería traducirse en nuevas reducciones de las tasas de pobreza e indigencia.

Debido a la reciente reversión que tendieron a exhibir los precios internacionales de las commodities que exporta Argentina, es probable que los precios promedios de las exportaciones puedan ubicarse muy cerca de los niveles de 2004, aunque ello es contingente a la continuidad del escenario de crecimiento global. Los volúmenes exportados por su parte, continuarán exhibiendo un elevado dinamismo, ayudados por el actual desempeño económico de los socios comerciales de la Argentina. Ello permite inferir que los valores exportados volverán a exhibir nuevos récords históricos durante 2005. Por su parte, se prevé que el crecimiento de las importaciones continúe su gradual desaceleración. En este contexto, la cuenta corriente podría experimentar un superávit algo menor al de 2004. La razón es que los efectos de una cuenta comercial levemente menos superavitaria más el aumento de las remesas de utilidades y dividendos, no alcanzaría a ser compensado por la reducción de intereses devengados que permitió la operación de reestructuración de la deuda pública.

Tal como se indicó más arriba, luego de un año muy favorable para la economía global, las condiciones externas continúan siendo favorables para el desempeño de la economía argentina, aunque el panorama económico y financiero internacional presenta algunos importantes factores de riesgo a la baja. Más allá de la reciente alza experimentada por el precio del petróleo en los mercados internacionales, la principal contingencia sigue siendo sin duda la elevada dependencia que exhibe la tasa de crecimiento global respecto del desempeño de la economía de EEUU (aunque en los últimos años ha crecido el aporte de China y otras economías asiáticas). Este patrón desequilibrado de crecimiento ha generado importantes desbalances globales de las cuentas corrientes y desalineamientos cambiarios, que plantean la posibilidad potencial de rectificaciones abruptas que tengan impacto en la tasa de expansión de la actividad económica mundial y en las corrientes financieras globales. Este factor de incertidumbre sobre el desempeño económico mundial tenderá a disiparse en la medida en que el ajuste de estos desequilibrios se produzca en forma suave y gradual, aunque debe destacarse que se plantean a escala global importantes problemas de coordinación para implementar en forma equilibrada y equitativa las correcciones necesarias.

Por su parte, la suba del precio del petróleo no se ha traducido por el momento en una corrección importante al alza de las expectativas inflacionarias, ni en fuertes presiones en los índices de inflación subyacente en las economías desarrolladas (aún cuando éstos han venido subiendo en forma sistemática desde el último trimestre de 2004 y el Comité de Mercado Abierto de la FED ha reconocido en su última reunión la presencia de mayores presiones inflacionarias). No obstante, aunque en términos reales las actuales cotizaciones del crudo son sustancialmente menores que las vigentes en ocasión de los shocks petroleros de la década del setenta, los precios se ubican arriba de U\$S 50 el barril, más de un 60% por encima en términos reales de los existentes en promedio durante 2003. Si bien esta alza repercutiría favorablemente sobre nuestras exportaciones, la persistencia de las subas podrían impactar de manera indirecta a través de una disminución del crecimiento global esperado para 2005.

Por otro lado, esas subas han reforzado la posibilidad de que la FED se vea obligada a intensificar el ritmo por ahora moderado con que ha venido corrigiendo al alza sus tasas de interés de referencia. Si bien las subas han sido graduales, se ha notado ya

cierto efecto negativo sobre el flujo de capitales a los países en desarrollo, y un ciclo alcista más pronunciado de las tasas de interés internacionales podría complicar el financiamiento externo de varias economías de la región.

Cabe destacar, no obstante, que la configuración de robustos equilibrios macroeconómicos básicos (externos y fiscales) y la flotación del tipo de cambio encuentra en la actualidad a nuestra economía mucho mejor preparada para lidiar con cambios adversos en el clima económico global, algo que ha sido reforzado por las modificaciones en la estructura y perfil de las obligaciones como consecuencia de la reciente reestructuración de la deuda pública.

# Panorama Internacional

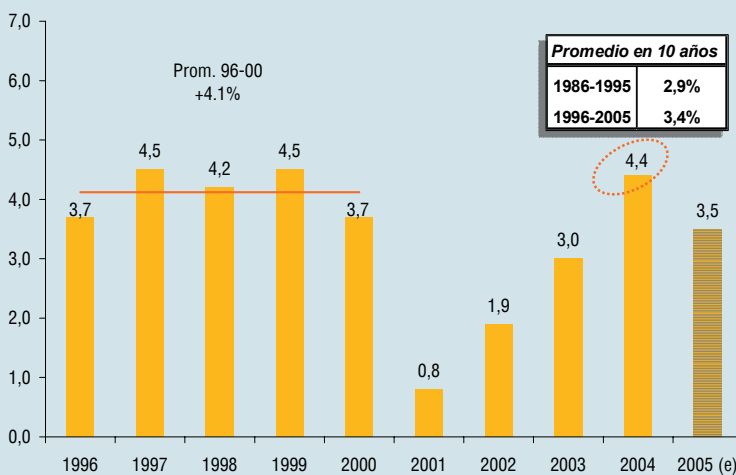
- Estados Unidos tuvo un crecimiento real del PIB del 4,4% impulsado por un aumento del consumo. Alcanzó así su mejor desempeño desde 1999, pese al aumento de los déficit externo y fiscal y la depreciación del dólar. La inflación minorista fue del 3,3% anual y la Reserva Federal inició una política de suba sistemática de la tasa de interés de corto plazo.
- Brasil alcanzó el mayor crecimiento de los últimos 10 años, con un aumento del PIB del 5.2% real. Este incremento fue liderado por las exportaciones y el fortalecimiento nominal del real logró superar nominalmente al peso argentino. La recuperación interna y la refinanciación de la deuda pública se ven amenazadas, sin embargo, por las altas tasas de interés internas.
- Los flujos de capitales privados hacia las economías emergentes continuaron creciendo rápidamente durante 2004, reafirmando así el proceso de recuperación iniciado en 2003 tras la fuerte caída sufrida en el bienio 2000-2001.
- Los precios promedio de las materias primas en el mercado mundial continuaron subiendo con respecto a trimestres anteriores, registrando su máximo valor para las últimas dos décadas. Los precios de la energía (en especial el petróleo alcanzaron niveles más altos que en 1995, mientras que el resto de las materias primas registran niveles similares a los de aquel año.



## 1. Estados Unidos

En el cuarto trimestre de 2004, según cifras preliminares, el PIB de Estados Unidos creció a un ritmo anualizado del 3,8% con respecto al trimestre previo (sobre la base de la serie con ajuste estacional). De tal manera, mostró un desempeño similar al de los primeros nueve meses, cuyo crecimiento promedio había sido del 3,9%. Con este resultado, la actividad económica finalizó 2004 con un crecimiento interanual estimado en 4,4%, alcanzando el mejor desempeño desde 1999 y superando la tasa promedio del 4,1% del período 1996-2000 (Gráfico 1).

Gráfico 1  
Tasa de Crecimiento del PIB Real  
Var. % Anual



Analizando la composición del crecimiento, se observa que el consumo privado fue el agregado de mayor contribución al crecimiento del producto en 2004. Le siguió en orden de importancia la inversión privada, con una contribución que se incrementó notoriamente respecto de años anteriores. Por su parte, las exportaciones netas mantuvieron un aporte negativo al crecimiento, principalmente por la aceleración del ritmo de crecimiento de las importaciones, las cuales fueron fuertemente estimuladas en los últimos años por los efectos expansivos de las políticas fiscal y monetaria sobre la demanda interna.

Cuadro 1  
Estados Unidos. Contribución al crecimiento del PIB  
En puntos porcentuales

	2002	2003	2004
PIB (Var % anual)	1,9	3,0	4,4
Consumo Privado	2,1	2,3	2,7
Inversión Privada	-0,4	0,7	2,0
Inver. y Cons. Público	0,8	0,5	0,4
Exportaciones Netas	-0,7	-0,4	-0,6

En materia de ocupación, luego de tres años consecutivos de destrucción de puestos de trabajo, con una pérdida acumulada de aproximadamente 2,1 millones de empleos, el avance de la actividad económica en 2004 permitió revertir esta tendencia con la creación de casi 2,2 millones de nuevos puestos, a un ritmo mensual promedio de 181 mil empleos. No obstante, pese al reciente avance, se considera que la trayectoria de este indicador debería todavía ser superior al guarismo mensual promedio actual. Si se considera el proceso recesivo que había tenido lugar en 1991, previo al último de 2001, en aquella ocasión la creación de nuevos empleos en los tres años posteriores había sido de aproximadamente 7,8 millones. En cambio, tras la más reciente experiencia recesiva de 2001 en los tres años subsiguientes se han creado sólo 1,1 millones de puestos en el mismo intervalo. Por su parte, la tasa de desempleo cerró 2004 en torno al 5,4%.

Por otra parte, en 2004 la inflación, si bien aumentó con respecto al año previo, no mostró una aceleración importante, considerando la escalada de precios del petróleo en los mercados internacionales de fines del año pasado. En efecto, la inflación minorista cerró el año con una tasa del 3,3% (Diciembre a Diciembre), en tanto que el nivel de precios subyacente, que

excluye las variaciones de los precios de alimentos y energía, finalizó el mismo período en torno al 2,3%, más que duplicando la tasa excepcionalmente baja (1%) observada a fines de 2003. En el inicio de 2005 las tasas de inflación no mostraron mayores variaciones respecto de las de diciembre último.

En este contexto, la Reserva Federal de Estados Unidos, a través del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC), inició a partir de junio de 2004 una política de suba gradual de la tasa de interés de los fondos de corto plazo (a un ritmo de 0,25 pp por vez), tras haberla mantenido por 12 meses seguidos en el nivel mínimo histórico del 1 % anual. Al mes de Marzo de 2005, la tasa de referencia fijada es del 2,75% anual. No obstante, el grado de laxitud de la política monetaria se percibe en los deprimidos niveles de las tasas de interés reales, como consecuencia del mayor ritmo de crecimiento de los precios respecto de los bajos niveles de referencia nominales (ver Gráfico 4).

La cotización del dólar, por su parte, continuó en términos generales con una tendencia a la baja que ya se extiende por un período de tres años corridos, depreciándose principalmente con respecto al Euro. En términos reales, la cotización Euro/US\$ se mantuvo en alza desde Enero de 2004 hasta Mayo, para luego experimentar una baja suave y finalizar el año con una caída del 7,2% anual (Diciembre a Diciembre). En línea con lo anterior, el Tipo de Cambio Real Multilateral norteamericano mostró también la depreciación global del dólar con respecto a la canasta de monedas de los principales socios comerciales de Estados Unidos, con una caída del 5,7% (Diciembre a Diciembre) (Gráfico 5).

Sin embargo, durante el primer bimestre de 2005 el dólar recuperó parcialmente posiciones en el mercado internacional de divisas, impulsado por las declaraciones del titular de la Reserva Federal, Alan Greenspan, sobre la posibilidad de que el déficit en cuenta corriente de Estados Unidos se estabilice en el corto plazo, y por la presentación del proyecto de Presupuesto 2006, que intentaría contener el elevado nivel de gasto.

Gráfico 2

### Estados Unidos. Creación de nuevos puestos de trabajo Sector privado no agrícola-En miles de personas

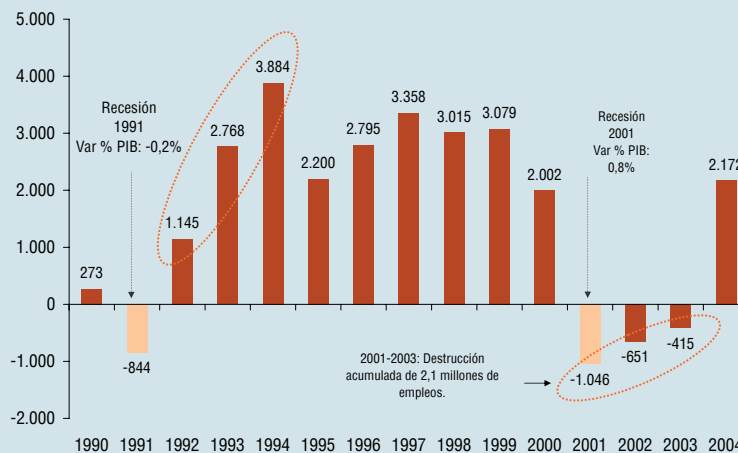


Gráfico 3

### Estados Unidos. Actividad Industrial y Desempleo

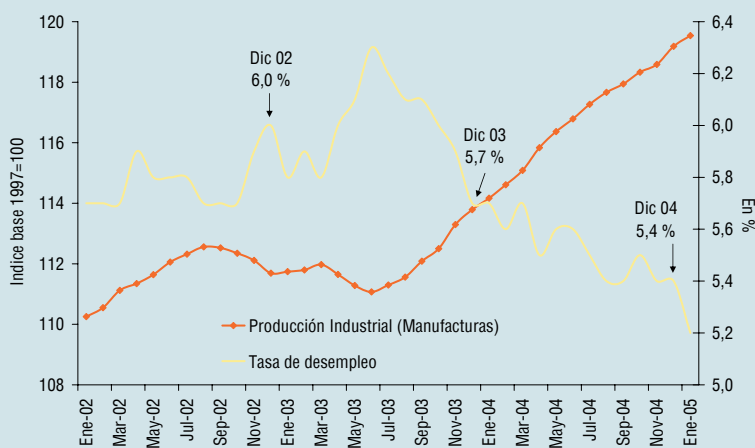
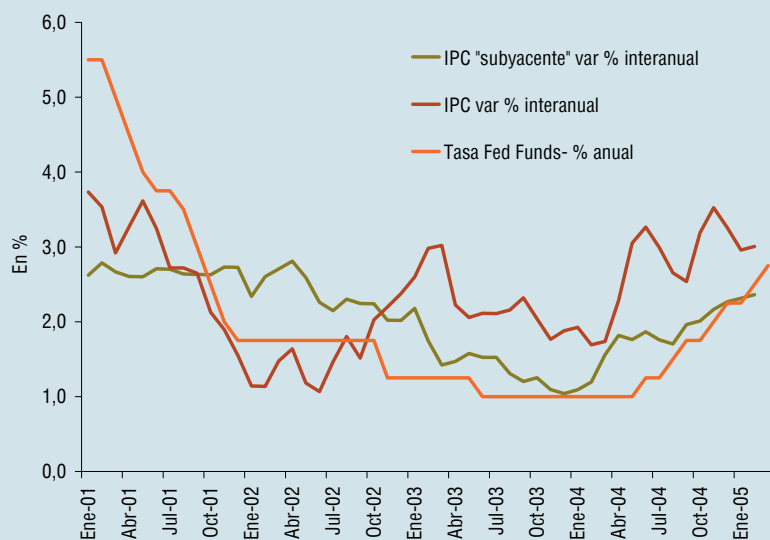


Gráfico 4  
Tasa de Interés de Referencia e Inflación



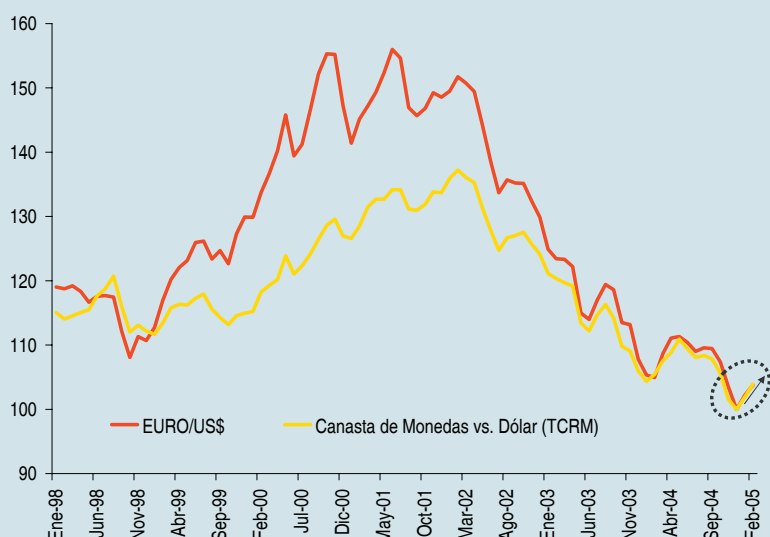
Entre los factores principales que guiarán la futura evolución del dólar figuran los diferenciales de tasas de interés entre las economías centrales, y la evolución de los desequilibrios macroeconómicos en Estados Unidos. En línea con lo anterior, uno de los principales desafíos que enfrenta la economía norteamericana de cara al futuro es precisamente la reducción de estos abultados y persistentes desequilibrios en el ámbito externo y fiscal, denominados “déficit gemelos”, que actualmente alcanzan niveles máximos históricos.

En particular, durante la recesión de 2001 el déficit en Cuenta Corriente ascendía al 3,8% del PIB, mientras que en 2004 este desequilibrio aumentó hasta alcanzar un nivel aproximado al 5,4% del PIB. Hasta el momento, la depreciación del dólar no ha sido capaz por sí sola de cerrar esta brecha externa, que por el contrario se ha ido agudizando en los últimos años, mostrando que la economía no ha podido capturar los beneficios de la mayor competitividad.

Finalmente, la eventual corrección de estos desequilibrios macroeconómicos tendrá distintas implicancias para la economía mundial, y en especial para los países emergentes, dependiendo de la forma (gradual o abrupta) en que se realice el ajuste, y de su distribución entre las diferentes regiones del mundo.

Por un lado, un ajuste brusco por parte del mercado podría implicar la irrupción de fuertes

Gráfico 5  
Cotización Real del Dólar  
Deflactado por precios minoristas - Índices base Dic. 2004=100



expectativas de depreciación del dólar, lo que provocaría una caída de la demanda de activos norteamericanos y un aumento de las tasas de interés. Este tipo de corrección podría generar tendencias recesivas en Estados Unidos y en el mundo. Bajo este escenario, una corrección cambiaria sesgada hacia el Euro podría llegar a impactar directamente sobre el flujo de comercio bilateral de Argentina con la Zona del Euro, dado que el efecto negativo de la apreciación cambiaria sobre el nivel de actividad de esa región pasaría a superar el efecto positivo de la mayor competitividad producto de las depreciaciones de las monedas que —como el peso— acompañan más al dólar. En tanto que si el mayor peso del ajuste se inclinara hacia China, con una apreciación del Yuan (dejando atrás así la paridad que mantiene atado al dólar en 8,28 Yuanes desde 1995) podría frenarse el crecimiento económico de ese



país y del Este de Asia, afectando nuestros niveles de comercio con esa región y amenazando con una baja de los precios internacionales de las commodities.

Por otro lado, una corrección suave de los desequilibrios podría originarse en cambios en las políticas del gobierno de Estados Unidos, tendientes a reducir los elevados niveles de gasto actuales. En este sentido, muchos analistas coinciden en que la reforma del Presupuesto 2006, recientemente presentada, no parece ser una medida eficiente para reducir el déficit fiscal de Estados Unidos (cercano al 4% del PIB), ya que los recortes están programados sobre los gastos discrecionales del gobierno (que representan menos del 20% del gasto total), excluyendo las partidas de Defensa y Seguridad, que por el contrario se incrementarán. No obstante, pese a las dudas sobre la viabilidad de estas medidas fiscales, el escenario más probable parece ser un ajuste lento de los desequilibrios, que en cierta forma ya se está dando, con la depreciación del dólar y un ciclo alcista de la tasa de interés.

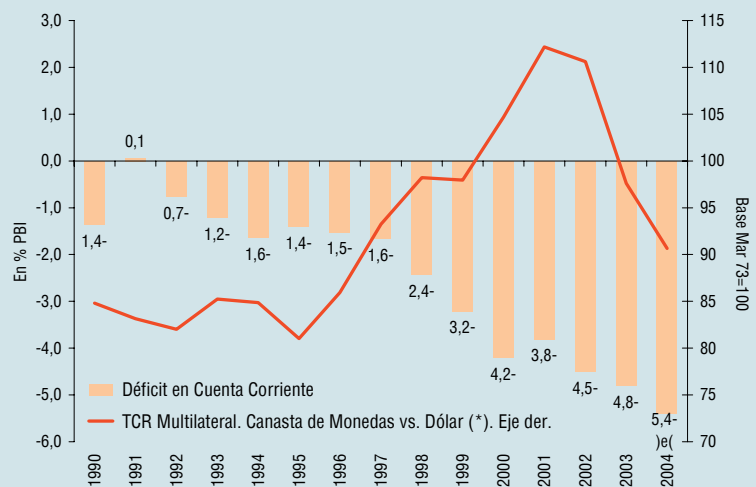
## 2. Eurozona

La actividad económica de la zona del euro se desaceleró hacia la segunda parte de 2004, luego de mostrar un mejor ritmo de crecimiento durante el primer semestre del año (0,6% promedio). En el tercer trimestre, el PIB mostró un crecimiento modesto, en torno al 0,3% (en términos ajustados por estacionalidad), debido principalmente a la desaceleración del ritmo de crecimiento de las exportaciones (debido al menor comercio mundial y a la apreciación del euro), sumado al mayor avance de las importaciones, lo que produjo una importante contribución negativa del balance externo al crecimiento del producto.

Por otra parte, la desaceleración del consumo privado es otro de los factores que explican la baja performance en el trimestre, en tanto que la inversión privada mostró una sólida recuperación. En caso de que esta dinámica continúe, el modelo de crecimiento actual basado en el sector externo podría virar hacia otro basado en la demanda interna, orientándose primero hacia la inversión y luego hacia

Gráfico 6

### Deficit en cuenta Corriente y Tipo de Cambio Real

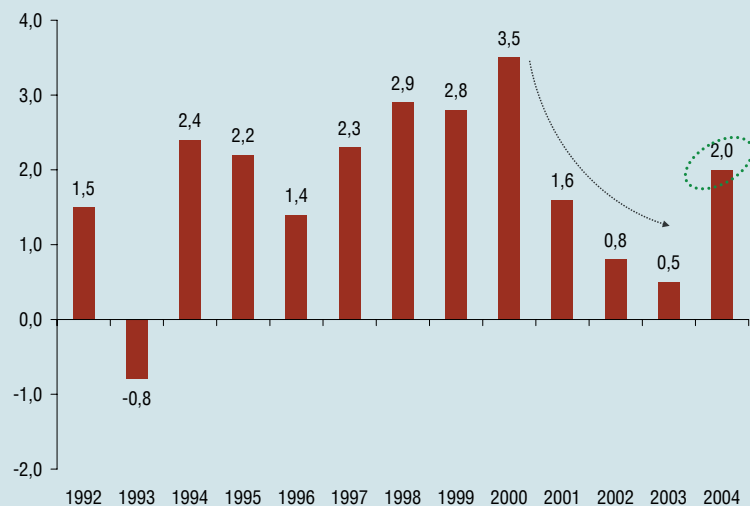


(\*) Mayor Currencies Dollar Index -Ajustado por precios- Promedio anual. Fuente: FED.

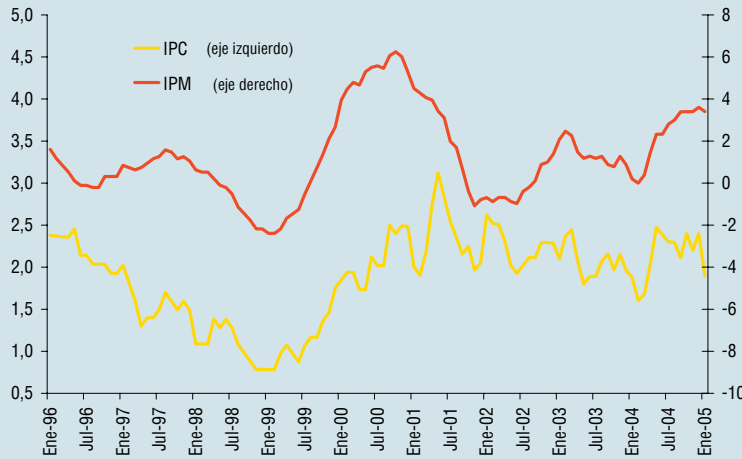
Sobre la base del Promedio Ponderado de un conjunto de monedas de los principales socios comerciales de EE.UU. Un alza en el índice implica la apreciación del dólar, una baja implica la depreciación del mismo.

Gráfico 7

### Zona EURO. Evolución del Nivel de Actividad PIB Var. % anual



**Gráfico 8**  
**Zona EURO. Inflación Minorista y Mayorista**  
**Variación % Anual**



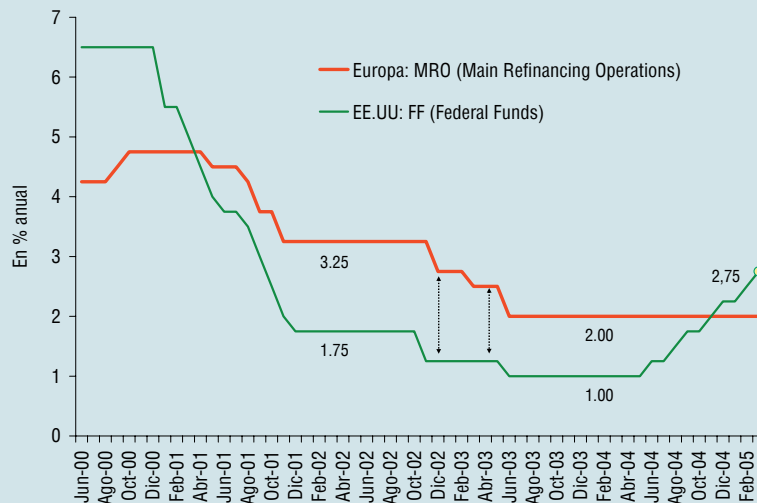
el consumo privado. En este escenario, tanto Argentina como Latinoamérica, en caso de no producirse una devaluación abrupta del dólar, podrían obtener mayores beneficios comerciales con el bloque.

Por otra parte, los indicadores de actividad de los últimos meses del año señalan que el crecimiento económico habría continuado durante el cuarto trimestre. El Banco Central Europeo (BCE) estima un crecimiento del PIB en torno al 2,0% en 2004, y del 1,9% en 2005.

En cuanto a la inflación minorista, en 2004 la misma superó las expectativas, cerrando con una tasa de crecimiento anual del 2,4% dic/dic, en tanto que la inflación subyacente finalizó con un incremento del 2,1% dic/dic. En un contexto de salarios contenidos y crecientes niveles de productividad, como los que se observan actualmente en la región, el crecimiento de los precios debería haber sido inferior al registrado. Sin embargo, el impacto del alza internacional del precio del crudo y el aumento de ciertos impuestos indirectos y precios administrados, principalmente en Italia y Alemania, aceleraron el ritmo de inflación. Dichos efectos fueron parcialmente compensados por la apreciación del euro frente al dólar.

Finalmente, en el marco de presiones salariales contenidas y niveles de consumo modestos, el BCE ha decidido

**Gráfico 9**  
**Tasas de Interés de Referencia**  
**EEUU. y Europa**



mantener estable la tasa de interés de referencia en el 2% anual, desde Junio de 2003 a la fecha.

### 3. China

La actividad económica mostró en 2004 el mayor ritmo de crecimiento desde 1996, finalizando el año con un avance del 9,5% i.a.. Esta alta tasa de crecimiento genera riesgos de aceleración de la inflación y de la consiguiente suba de las tasas de interés. En este sentido, con el objetivo de moderar el ritmo de crecimiento económico, el Banco Central de China elevó, por primera

vez en nueve años, las tasas de interés tanto para los depósitos como para los préstamos a un año, situándolas en el 2,25% y 5,58% anual, respectivamente. Estas medidas pretenden limitar el acceso al sistema crediticio en particular de aquellos sectores "recalentados" de la economía, tales como acero, cemento y aluminio. Hasta el momento los resultados, si bien moderados, se vienen reflejando en la paulatina disminución de la inversión en activos fijos y en la desaceleración del ritmo de crecimiento de los agregados monetarios.

En este contexto, el ritmo de crecimiento de los precios comenzó a desacelerarse a partir de Octubre último, tras haber alcanzado niveles máximos del 5,3% en Julio/Agosto, estimándose que al cierre de 2004 la inflación minorista se ubicó en torno al 3% anual.

#### 4. Brasil

La actividad económica mostró durante 2004 el mayor crecimiento de los últimos 10 años, de la mano de un manejo prudente y consistente de las cuentas fiscales y de la política monetaria, junto con un contexto internacional favorable. En efecto, el PIB alcanzó un crecimiento anual del 5,2% real, impulsado básicamente por el buen ritmo de las exportaciones, a la vez que el consumo y la inversión privada apoyaron también en forma sólida el avance del producto.

Esta tendencia a un crecimiento más balanceado de los agregados macroeconómicos comenzó a observarse hacia el segundo trimestre, y fue acentuándose durante la segunda parte del año, otorgando así mayor sustentabilidad al proceso de recuperación económica. De esta forma, por el lado de la demanda, la contribución de las exportaciones al crecimiento del PIB, que inicialmente lideraron la recuperación, fue decreciendo y cediendo lugar a una mayor contribución de la inversión y del consumo privado, en el marco de una fuerte recuperación del gasto interno. Desde el costado de la oferta, el sector agropecuario, que tuvo un rol muy activo en los primeros tiempos de la recuperación, comenzó a desacelerar su marcha a partir del tercer trimestre, en tanto que la industria mantuvo desde marzo de 2004 un ritmo de crecimiento anual muy elevado, comenzando a frenarse hacia el último trimestre.

En materia de precios, la inflación minorista, que mantiene desde mediados del año pasado una tendencia levemente alcista,

Gráfico 10  
China Evolución del Nivel de Actividad  
PIB - Var. % Anual

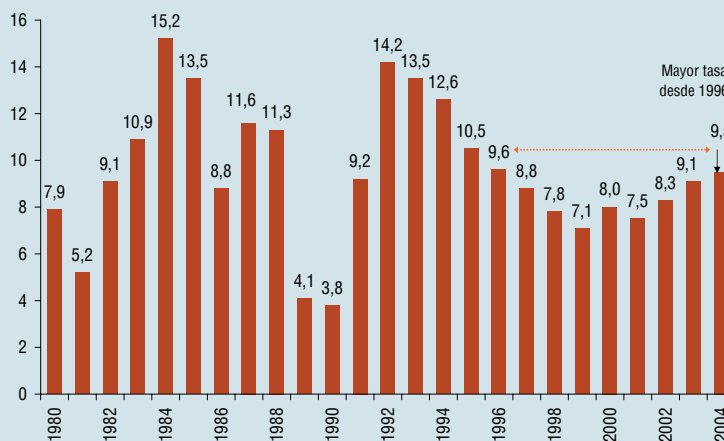
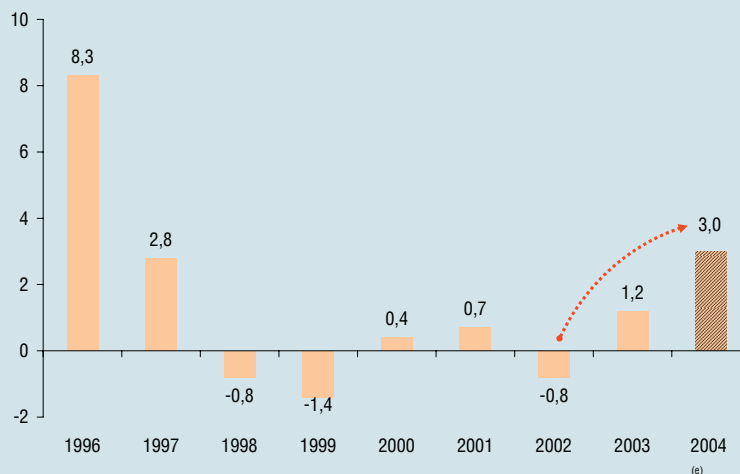
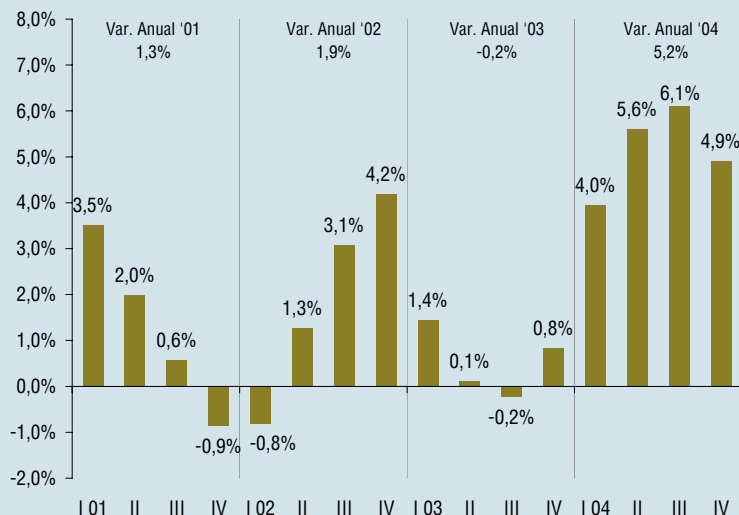


Gráfico 11  
China. Inflación Minorista  
Variación % Anual



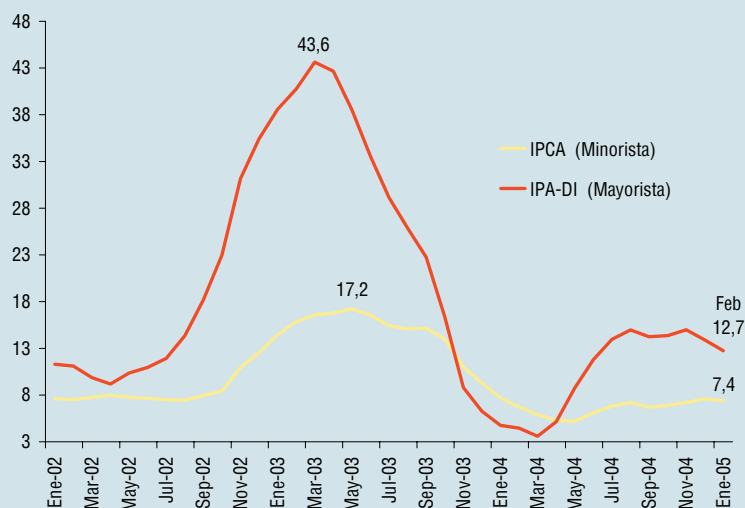
**Gráfico 12**  
**Brasil. Evolución del PIB Real**  
**Variación % Interanual**



finalizó 2004 con una tasa de crecimiento del 7,5% (dic/dic), ubicándose por debajo de la meta anual del 8% que el Banco Central (Bacen) había fijado para ese año. En este contexto, el Comité de Política Monetaria (Copom) comenzó en septiembre último un ciclo alcista de la tasa de interés de referencia Selic, fijándola al cierre de 2004 en un nivel del 17,75% anual.

Esta tendencia continuó durante los primeros meses de 2005, alcanzando un nivel del 19,25% anual en Marzo, tras lo cual acumuló un alza de 325 puntos básicos desde el inicio del proceso de ajuste. Si bien el ritmo actual de crecimiento de los precios no es excesivo, sí resulta incompatible con la meta que el Banco Central fijó para 2005. En línea con lo anterior, en Febrero último la inflación minorista mostró una variación del 7,4% i.a., superando holgadamente la meta de inflación del 5,1% para el corriente año. Debido a esta tendencia inflacionaria, si bien moderada, el Banco Central ha decidido mantener hasta el momento su política de suba de tasas, aunque en sus últimos comunicados dejó entrever la posibilidad de que este proceso concluya rápidamente, y se fije el nivel de la tasa Selic por un periodo prolongado.

**Gráfico 13**  
**Inflación Minorista y Mayorista**  
**Var. % acumulada en 12 meses**



original del 4,25% para 2005. Finalmente, la meta de 2004 fue incluso sobrecumplida, al alcanzarse un superávit primario del 4,6% del PIB. A su vez, en el marco de tasas de interés internas sustancialmente más bajas que en 2003 (a pesar del reciente ciclo alcista), se redujeron los pagos en concepto de intereses de la deuda pública, permitiendo finalizar el año con un déficit global del orden del 2,7% del PIB, inferior al déficit del 5,2% observado en 2003. Por otro lado, el buen clima fiscal, sumado al avance de la actividad económica, permitió reducir -por primera vez desde 1994- el ratio deuda pública/PIB, desde el 57,2% en 2003 hasta el 51,8% en 2004. La composición de la deuda pública mejoró notoriamente, al reducirse la par-

ticipación de los títulos atados a la evolución del dólar estadounidense, reduciendo de esta forma la vulnerabilidad externa de la economía. No obstante, cabe señalar que el nivel actual de la tasa de referencia brasileña Selic (que con 19,25% anual se ubica entre los niveles más altos del mundo), planteará problemas tanto a la refinanciación de la deuda pública como a la continuidad del crecimiento del PIB, pues significa un piso muy alto para las tasas activas reales internas.

Las cuentas externas acompañaron el mayor crecimiento de la economía y mostraron gran solidez en sus balances, a pesar del fuerte avance de las importaciones. En este sentido, la cuenta corriente finalizó 2004 con un resultado superavitario que fue record histórico, en torno a los US\$ 11.700 millones (equivalente al 2% del PIB). Este logro respondió principalmente al excepcional comportamiento de las ventas externas, que si bien se beneficiaron por los altos precios internacionales, también mostraron aumentos importantes en los volúmenes exportados.

Como consecuencia del contexto de buenos fundamentos macroeconómicos y de políticas económicas consistentes, los indicadores financieros mostraron muy buena evolución durante 2004. En efecto, el real se apreció respecto del dólar por segundo año consecutivo, y cotizó al cierre del año en 2,66 R\$/US\$, tras haber caído hasta los 3,20 R\$/US\$ en Mayo último. Por su parte, el riesgo país acompañó esta tendencia, bajando a menos de 400 pb en Diciembre, y alcanzando así sus niveles mínimos de los últimos 7 años. En los primeros meses de 2005 estas tendencias se mantenían, pero a partir de marzo comenzó a apreciarse una reversión en estos indicadores de la mano del aumento en las tasas de interés de Estados Unidos y cierto enfriamiento del entusiasmo que venían despertando los países emergentes (ver Gráfico 15). Sin embargo, los niveles actuales de riesgo soberano están todavía muy por debajo de lo que fue el promedio de 2004.

Finalmente, en el marco de una fuerte reactivación interna de su economía, la suba de la demanda interna de Brasil viene beneficiando a la Argentina, principalmente a través de las mayores compras de nuestras manufacturas de origen industrial.

Gráfico 14  
Brasil. Tasa Selic  
En % Anual

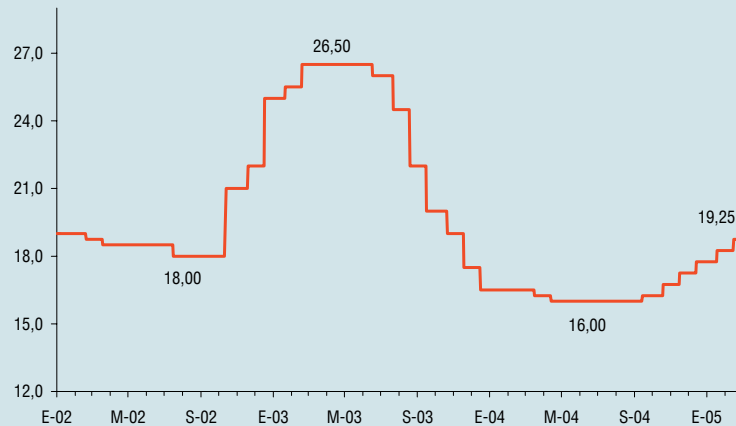


Gráfico 15  
Brasil. Riesgo País y Tipo de Cambio



## 5. Flujos de Capitales

Los flujos de capitales privados hacia las economías emergentes continuaron creciendo rápidamente durante 2004, reafirmando así el proceso de recuperación que se inició en 2003, tras el derrumbe de estos flujos entre los años 2000 y 2001.

En este sentido, varios factores se han combinado recientemente para estimular estos movimientos de capitales, con mayor fuerza desde el segundo semestre de 2004. Entre ellos, se destacan la mayor debilidad del dólar y la consecuente búsqueda de inversiones alternativas con mayores rendimientos, factores que permitieron canalizar estos flujos hacia mercados emergentes importantes como China y Rusia. Asimismo, la continuidad de elevados niveles de liquidez en la economía global, a pesar del reciente ciclo alcista de tasas de interés en las economías centrales, y la mejora de los fundamentos de las economías emergentes, con la recuperación de la actividad económica en 2004 y buenas perspectivas para 2005, son otros de los factores que continúan impulsando el flujo de capitales hacia estos mercados.

Así, el balance final de los movimientos de capitales privados hacia los mercados emergentes alcanzó en 2004 un volumen estimado de US\$ 279 miles de millones, lo que representó un avance del 32% con respecto al año previo, y duplicó el volumen de 2002. Esta performance fue la más destacada desde 1997 a la fecha, en tanto el principal motor de este proceso fue la mejora en los flujos de inversión extranjera directa, cuya participación sobre el total de fondos ascendió aproximadamente al 47%. Por otro lado, el análisis regional señala que más de la mitad de estos flujos se canalizaron hacia los países asiáticos, donde se destaca China como el principal receptor del bloque, en tanto que América Latina concentró aproximadamente el 10% del movimiento total hacia los mercados emergentes, ubicándose en tercer lugar detrás de los países emergentes de Europa del Este.

Finalmente, en 2005 se espera que continúen creciendo a buen ritmo los flujos de capitales privados hacia los mercados emergentes, ante las buenas perspectivas de crecimiento del PIB y el comercio mundiales. No obstante, se prevé una expansión más moderada que la que tuvo lugar en 2004, principalmente debido al ciclo alcista de las tasas de interés en Estados Unidos. En este escenario, entre los principales factores de riesgo que podrían afectar estos flujos de fondos figuran una suba de las tasas de interés en las economías centrales mayor que la actual (ante un eventual cambio en las expectativas de inflación), la agudización de los conflictos geopolíticos, y la posibilidad de que los grandes desequilibrios macroeconómicos se corrijan a través de movimientos cambiarios bruscos.

**CUADRO 2**  
Flujo de Capitales Privados hacia Economías Emergentes

a) Por componente, en miles de millones de dólares				
	2002	2003	2004	2005 (p)
Flujos Totales Netos	124,9	210,6	279,0	275,8
Inversión Directa	116,5	90,6	129,5	142,8
Inversión de Portafolio	1,1	31,8	35,8	33,8
Otros	7,3	88,2	113,7	99,2
b) Por Región, en miles de millones de dólares				
	2002	2003	2004	2005 (p)
Flujos Totales Netos	124,9	210,6	279,0	275,8
Asia	60,5	116,3	146,3	125,6
Europa	45,6	65,6	97,4	101,1
Latinoamérica	17,3	25,2	26,1	39,4
África/Medio Oriente	1,5	3,5	9,2	9,8

(p) Cifra Proyectada

Fuente: The Institute of International Finance (IIF).

## 5. Precios Internacionales de Productos Básicos

El índice de precios promedio (en dólares) de las commodities en el mercado mundial que elabora el FMI continuó subiendo 3,5% en el cuarto trimestre de 2004 con respecto al tercero, y la mejora alcanzó así al 32% frente al cuarto trimestre de 2003. De esta forma, el indicador registró su valor máximo para las últimas dos décadas. Cabe destacar que los precios de la energía (y en especial del petróleo), que representan casi la mitad del índice, se hallan hasta un 130% más altos que en el año base del índice (1995), mientras que por el contrario el conjunto de las restantes commodities registran niveles

similares a los de aquel año. Hubo avances mínimos para los alimentos (1% anual), que representan la cuarta parte del índice, y del 1,3% para las materias primas agrícolas (maderas, fibras textiles, caucho, etc.). Por su parte, los metales escalaron abruptamente en el cuarto trimestre (30% i.a.), hasta superar en un 16% los precios del año base.

Según las proyecciones del FMI, los altos precios promedio de las commodities se mantendrían en 2005, ante el buen desempeño de la economía mundial. El crecimiento del PIB global fue en 2004 cercano al 5%, destacándose las subas pronosticadas este año para América del Norte, América Latina y Asia. Las variaciones de precios proyectadas son positivas para los alimentos y restantes materias primas agrícolas, y algo inferiores para los metales. Los precios de las manufacturas crecerían suavemente, y los del petróleo se sostendrían sobre un nuevo nivel piso de U\$S 32 por barril. En su última reunión de Marzo de 2005, la OPEP autorizó un aumento de la extracción de 500 mil barriles, hasta 27,5 millones de barriles diarios, si bien se estima que el cártel –responsable del 40% de la extracción global- ya actualmente está produciendo sobre ese límite y no dispone, en el corto plazo, de una importante capacidad excedente.

En los mercados internacionales de cereales, el valor promedio del trigo en el cuarto trimestre de 2004 cayó 2,5% i.a., si bien se ubicó, con U\$S 154 por tonelada métrica, por encima de los promedios de 2002 y 2003. El precio del maíz retrocedió marcadamente en términos interanuales (-13%), cayendo por debajo de U\$S 100 por tonelada, lo que no sucedía desde hace más de dos años. Por el contrario el arroz, un cereal de menor significación en las exportaciones locales, avanzó 32% i.a. en el cuarto trimestre (Cuadro 3).

Los precios de la soja y sus derivados cayeron fuertemente en la comparación anual. En el cuarto trimestre de 2004 el aceite, el de mayor valor unitario, retrocedió 28% i.a., hasta un piso de U\$S 457 FOB por tonelada (el menor valor en dos años y medio). En el mismo lapso el grano se derrumbó un 40% i.a., tocando también mínimos para el último trienio. Similarmente, la harina perdió 35% i.a..

No obstante, en los primeros meses de 2005 la soja y sus derivados se recuperaron, ante la baja de la producción en Brasil. Desde 2003 vienen aumentando significativamente los embarques a China, y se prevé que la demanda del gigante asiático continuará creciendo en los próximos años. En contraste, el aceite de girasol, del que Argentina es uno de los principales exportadores mundiales, subió 30% en el cuarto trimestre de 2004, ubicándose en niveles record históricos (U\$S 820 por tonelada).

El precio de la carne vacuna en los mercados internacionales, durante el cuarto trimestre

CUADRO 3

**Precios Internacionales de Productos Básicos**

Tasas de variación interanual, en %

Producto	Unidad	2004			
		I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.
<b>Cereales</b>					
Trigo	U\$S/TM	12,2	18,2	4,2	-2,5
Maíz	U\$S/TM	15,1	20,6	2,0	-13,0
Arroz	U\$S/TM	11,1	25,6	24,0	31,8
<b>Soja y Aceites Vegetales</b>					
Semilla de soja	U\$S/TM	55,1	41,5	-1,2	-39,5
Harina de soja	U\$S/TM	51,9	39,6	16,2	-34,6
Aceite de soja	U\$S/TM	29,8	16,4	0,0	-27,6
Aceite de girasol	U\$S/TM	21,0	12,3	31,5	29,8
<b>Bebidas</b>					
Café	U\$S cents/LB	16,9	20,3	18,8	44,4
<b>Cultivos Industriales</b>					
Algodón	U\$S cents/LB	25,4	15,3	-9,7	-32,4
Lana Fina	U\$S cents/Kg	-6,6	-1,1	5,5	10,2
Carne Vacuna	U\$S cents/LB	20,2	38,8	38,9	12,4
Azúcar	U\$S cents/LB	-23,8	1,5	24,2	41,9
<b>Metales y minerales</b>					
Cobre	U\$S cents/LB	63,8	69,5	62,9	50,1
Aluminio	U\$S/TM	18,2	21,6	18,9	21,0
Mineral de hierro	U\$S/TM	26,7	18,8	18,8	18,8
Niquel	U\$S/TM	76,0	49,5	49,3	13,3
<b>Combustibles</b>					
Petróleo Crudo	U\$S/barril	2,6	34,3	43,0	45,2
Gas Natural	U\$S/ 1000 M3	7,4	-2,7	5,5	20,5

Fuente: Ministerio de Economía con información del F.M.I.

Gráfico 16  
Precio Spot soja de Chicago  
U\$D/Tn.

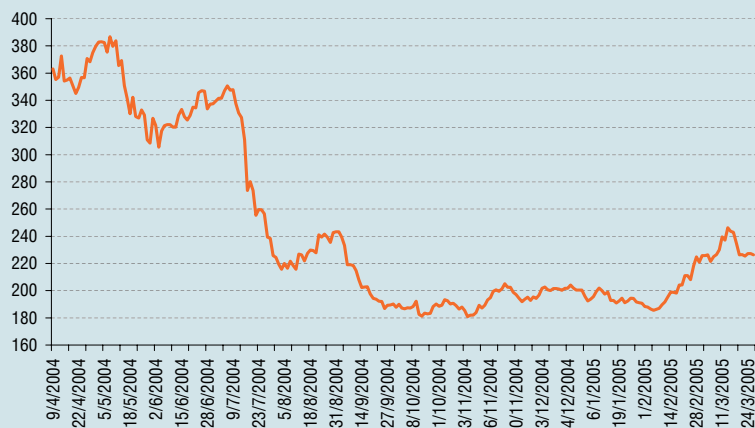
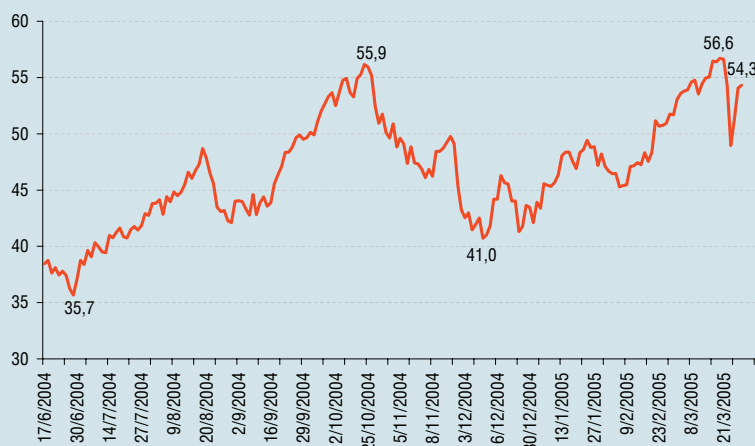


Gráfico 17  
Precio Spot del Petróleo (WTI)  
U\$D por Barril



por tonelada métrica. Por su parte, el aluminio sumó incrementos del 21% i.a. en el cuarto trimestre, hasta niveles de más de U\$S 1.800 por tonelada métrica, y junto con el acero, fueron en 2004 uno de los principales ítem exportados dentro de las MOI. Por su parte, el valor del mineral de hierro aumentó 19% i.a. en el período, debido a la sostenida demanda mundial de acero proveniente de Asia, mientras que el níquel escaló un 13% i.a., y alcanzó un récord para la última década.

El precio promedio del petróleo (de los tipos Brent, Dubai y WTI) subió 45% i.a. en el cuarto trimestre de 2004, para llegar a un nivel de U\$S 43 por barril. La situación en Irak, una demanda mundial sostenida por la reactivación mundial y la duración del invierno en el hemisferio Norte, lo hicieron llegar en marzo de 2005 hasta cotas de U\$S 56,6 por barril para el tipo WTI, crudo de referencia en Argentina. Por último, el precio del gas natural subió 20% i.a. en el cuarto trimestre, para alcanzar, al igual que el petróleo, valores record para la última década.

de 2004, aumentó 12% i.a., hasta valores cercanos a U\$S 2.600 por tonelada métrica, los mayores niveles de los últimos 5 años. La reapertura de los embarques a Europa, Chile y Rusia en los últimos años, y la declaración de país libre de aftosa con vacunación (lo que permitiría reanudar los embarques hacia Estados Unidos), provocaron una recuperación del precio mayorista interno, lo que coincidió con un aumento del consumo interno en 2004.

Entre las restantes materias primas agrícolas, durante el cuarto trimestre de 2004 el café se recuperó 44% anual, ante la baja de la producción en Colombia. Por su parte, el algodón cayó 32% i.a., y además Argentina hubo de importarlo, ante la caída de la producción interna. La lana fina, de particular importancia en las provincias de la Patagonia, subió mínimamente (10% i.a.), sumándose al alza del 9% en 2003, ante la merma de la producción en Oceanía. El azúcar se recuperó 42% i.a., pero sólo para volver a sus niveles históricos (unos 19 centavos de dólar por kilo en el mercado libre, exceptuando los mercados subsidiados de Europa y Estados Unidos).

Los precios de los metales experimentaron una nueva suba en el cuarto trimestre de 2004. En ese período el cobre escaló 50% i.a., para superar la cota récord de U\$S 3.000



## Nivel de Actividad

- La economía argentina concluyó 2004 con una elevada tasa de crecimiento del PIB por segundo año consecutivo, en este caso del 9% anual. Dicha tasa constituye la más alta de los últimos 12 años.
- En 2004 hubo un crecimiento más balanceado entre bienes y servicios. Durante la última parte del año las exportaciones se han convertido en un factor expansivo merced a un sensible incremento de los volúmenes despachados al exterior. El agregado externo (exportaciones netas de importaciones) revirtió la tendencia de los seis trimestres anteriores, al contribuir de manera positiva al crecimiento del PIB.
- Si bien el ratio Inversión Bruta / PIB mostró cierta tendencia al estancamiento, el nuevo marco financiero derivado de la reestructuración de la deuda pública en situación irregular, seguramente contribuirá a que la formación de capital vuelva a acelerar su tendencia alcista. En el mismo sentido opera la política de incentivos fiscales, que dispuso un régimen especial para el tratamiento fiscal de las inversiones.
- El arrastre estadístico del PIB para 2005 es de 3,9 puntos, prácticamente la pauta establecida en el Presupuesto. Bajo una hipótesis de modestas tasas de crecimiento trimestral, el año concluiría con un crecimiento cercano al 6%, apenas inferior a las que el relevamiento de expectativas de Mercado (REM) del Banco Central recoge entre las principales consultoras de plaza.



## 1. Introducción

Por segundo año consecutivo la economía argentina mostró en 2004 una importante expansión. La tasa de crecimiento del 9% i.a. es la más alta de los últimos 12 años, y si bien es muy similar a la que tuvo lugar en 2003, en esta ocasión exhibió patrones de comportamiento algo distintos pero que en definitiva contribuyen a conformar un cuadro que refuerza las condiciones de sustentabilidad del proceso de crecimiento de la actividad económica. En efecto, con respecto al año anterior ha habido un crecimiento más balanceado entre bienes y servicios, las exportaciones adquirieron mayor protagonismo en la segunda parte del año y aumentó el stock de capital junto con una mejor composición de la inversión.

Otra distinción que cabe destacar de la actividad económica en 2004 es la reacción mostrada en la segunda mitad del año, al confirmar el restablecimiento de la fase expansiva del ciclo económico luego de un modesto desempeño durante el segundo trimestre del año. Al retomar un mayor impulso a partir del tercer trimestre, la actividad económica confirma claramente que la ralentización del ritmo de crecimiento en el trimestre previo no implicaba un cambio de tendencia, sino que fue básicamente la consecuencia de factores coyunturales puntuales: la crisis energética, la menor cosecha agrícola –particularmente de la soja– y la concentración de vencimientos impositivos, entre otros.

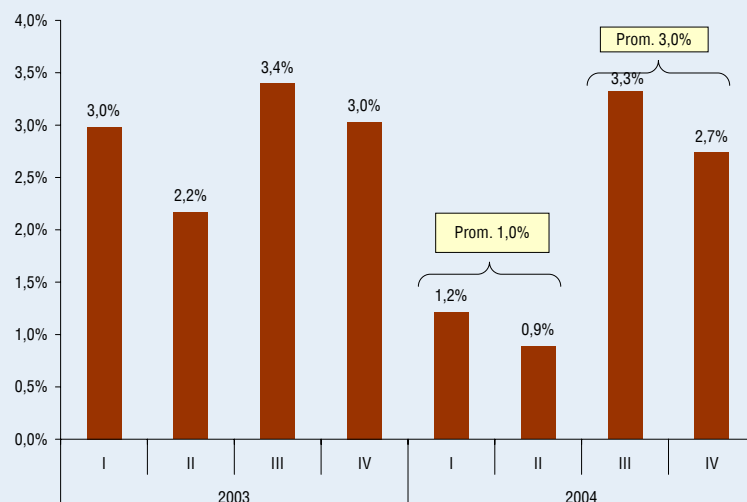
En términos desestacionalizados, en el tercero y el cuarto trimestres de 2004 el PIB creció 3,3% y 2,7%, respectivamente, con relación a cada trimestre previo, superando holgadamente la tasa promedio del 1,0% observada durante el primer semestre del año e igualando el elevado ritmo de crecimiento promedio de 2003, que fue de 2,9% por trimestre. De este modo, la recuperación de la actividad económica ya se extiende a 11 trimestres consecutivos, a punto tal que el valor a precios constantes del PIB a fines de 2004 es el más elevado para un cuarto trimestre de la serie histórica. Este mayor dinamismo se debió, entre otros factores, a la aplicación de una política fiscal menos restrictiva que la que había tenido lugar en la primera parte del año, al paulatino resurgimiento de la oferta de crédito al sector privado, a una mayor propensión al consumo producto de la mejora en el ingreso real de los trabajadores y al favorable contexto internacional (bajas tasas de interés en los países centrales y el efecto de los altos precios de commodities, cuyos máximos se produjeron entre septiembre de 2003 y marzo de 2004), que permitió notar una recuperación no sólo en el ámbito doméstico, sino en toda la región.

Un dato alentador de la evolución del PIB en el último trimestre del año fue la ratificación de que las exportaciones se han convertido en un factor expansivo, no ya por los aumentos de precios de los productos, sino por un incremento sensible en los volúmenes despachados al exterior. De hecho, el agregado externo (Exportaciones Netas) contribuyó al crecimiento de manera positiva en el último semestre, revirtiendo la tendencia de los seis trimestres precedentes.

Por el contrario, el ratio Inversión Bruta / PIB mostró cierta tendencia al estancamiento a medida que avanzaba 2004. Dicho ratio cerró el año en 18,0%, todavía algo por debajo del nivel que parece óptimo para afianzar más sólidamente la recuperación en curso. La normalización del proceso de reestructuración de deuda irregular, que logró amplia adhesión de la mayoría de los acreedores, contribuirá fuertemente a que la formación de capital vuelva a acelerar su tendencia alcista. En el mismo sentido opera la política de incentivos fiscales lanzada a través de la Ley 25.924/04, que dispuso un régimen especial para el tratamiento fiscal de las inversiones.

Como se observa en el Gráfico 2, como corolario de tan buen des-

Gráfico 1  
Variación trimestral del PIB  
Serie desestacionalizada

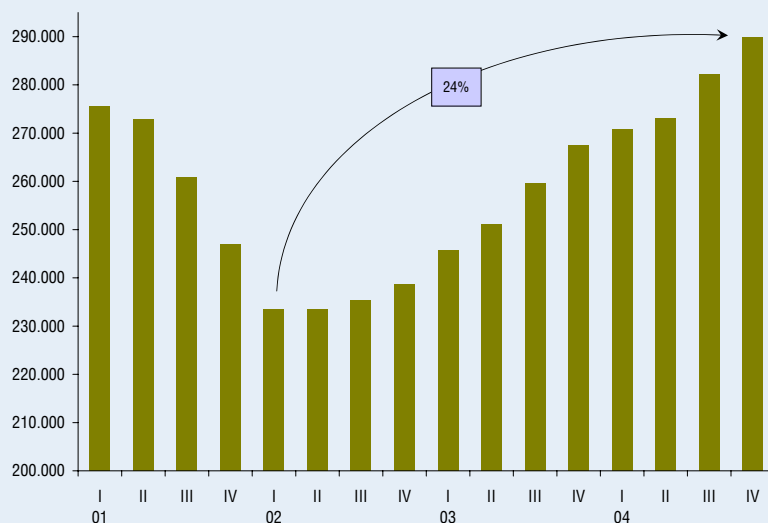


**Cuadro 1**  
**Evolución del PIB**  
En %

	2003				2004			
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.
<b>PIB con estacionalidad</b>								
Variación vs. igual trim. año anterior	5,4%	7,7%	10,2%	11,7%	11,3%	7,1%	8,7%	9,1%
<b>PIB sin estacionalidad</b>								
Variación vs. trim. inmediato anterior	3,0%	2,2%	3,4%	3,0%	1,2%	0,9%	3,3%	2,7%
Variación anual	8,8%				9,0%			

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

**Gráfico 2**  
**Producto Interno Bruto a precios de 1993**  
Serie desestacionalizada. En millones de pesos



evolución de la actividad en el pasado.

Como consecuencia de la muy buena conclusión del PIB en 2004, el arrastre estadístico para 2005 es de 3,9 puntos, prácticamente la pauta establecida en el Presupuesto. Sin embargo, bajo una hipótesis de modestas tasas de crecimiento trimestral del 0,9% para el PIB sin estacionalidad (s.e.) a lo largo del año (la tercera parte de las vigentes en la segunda mitad de 2004), el año concluiría con un crecimiento cercano al 6%, algo inferior a las que el relevamiento de expectativas de Mercado (REM) del Banco Central recoge entre las principales consultoras de plaza, y que era de 6,7% promedio en la consulta de fecha fines de marzo.

empeño en los últimos dos años y medio el PIB ya acumula un crecimiento del 24,2% desde el inicio de la fase de recuperación de la actividad económica en el segundo trimestre de 2002. Dicho crecimiento equivale en promedio a una tasa del 2% trimestral o del 8% anual.

Tan grande incremento lleva a muchos analistas a afirmar que se está muy cerca de recuperar el nivel alcanzado en 1998, antes de que se produjera la prolongada crisis que concluyó con la abrupta salida del régimen de Convertibilidad. Sin embargo, las marcadas diferencias de precios relativos entre los que prevalecían en aquellos años y los de esta época torna más difícil la comparación (ver Apartado 1).

Para el inicio de 2005 las perspectivas son igualmente alentadoras, pero dentro de un marco de actividad que probablemente no repetirá de aquí en más tasas de crecimiento tan elevadas como las registradas en los dos últimos años. De hecho, en el Presupuesto Nacional para 2005 que se elevó en su oportunidad al Congreso, se había trabajado bajo la hipótesis de una tasa de crecimiento mínima de 4% para todo el año, en el entendimiento de que lo relevante es que se ingrese a un sendero de crecimiento con tasas más moderadas pero sostenidas en el tiempo, es decir, de modo que no se generen las condiciones para que se reproduzca la alta volatilidad que fue tan característica de la

Las bases para la continuidad del crecimiento, si bien a un ritmo más desacelerado, están garantizadas por el hecho de que, aún suponiendo que las ramas industriales que se encuentran operando al máximo de su capacidad instalada no crezcan, el resto de la industria contará con efecto combinado de las inversiones realizadas en 2004 y de la expansión de la producción en ramas que aún cuentan con capacidad ociosa. Incluso las escaseces del sector energético, donde las inversiones están más rezagadas, podrán ser solucionadas a través de mayores importaciones de combustibles.

En cuanto a la demanda, el consumo seguirá viéndose impulsado por la mayor confianza y por el aumento de la masa salarial, que presumiblemente crecerá a un ritmo similar al que mostró en 2004. La inversión contará con crecientes corrientes de financiamiento impulsadas por la menor incertidumbre institucional que derivará de la reestructuración de la deuda pública en situación irregular, cuyo cierre se llevó a cabo en el primer trimestre con una muy alta adhesión de los acreedores.

## 2. Oferta y Demanda globales

A pesar de que el crecimiento ha sido constante desde el segundo trimestre de 2002, los motores del mismo han ido variando a lo largo de los últimos tres años. Al principio de la actual fase ascendente del ciclo, más precisamente en el segundo y tercer trimestres de 2002, momentos en que la recuperación era tímida e incipiente, el protagonismo de las exportaciones y la sustitución de importaciones fue casi excluyente. Pero a partir del cuarto trimestre de 2002 en adelante tanto el consumo como la inversión fueron los factores que contribuyeron a explicar las altas tasas de crecimiento. Las exportaciones netas en cambio tuvieron en cambio un aporte negativo desde entonces, en particular debido a la elevada elasticidad importaciones/producto. Como rasgo distintivo de 2004 con respecto a 2003 debe señalarse una menor incidencia de la inversión, y hacia el final del año, una reversión en la contribución de las exportaciones netas, que pasó a ser positiva a raíz del fuerte salto que mostraron las ventas al exterior (Gráfico 3).

Cuadro 2  
**Oferta y Demanda Globales a precios de 1993 (\*)**  
Variaciones porcentuales interanuales

Concepto	2003	I Tr 04	II Tr 04	III Tr 04	IV Tr 04	2004
Producto Interno Bruto a precios de mercado	8,8	11,3	7,1	8,7	9,1	9,0
Importaciones de Bienes y Servicios	37,6	55,8	42,5	38,2	27,8	39,8
Oferta y Demanda Globales	10,5	14,3	9,5	11,0	10,6	11,3
Consumo Privado	8,2	11,7	8,3	8,9	9,1	9,4
Consumo Público	1,5	0,8	-0,8	4,1	6,5	2,7
Inversión Interna Bruta Fija	38,2	50,3	36,8	33,6	23,9	34,5
Exportaciones de Bienes y Servicios	6,0	7,7	-0,2	9,2	16,8	8,2

(\*) Estimaciones preliminares

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

## 3. Demanda global

Por el lado de la demanda, el crecimiento económico durante 2004 continuó motorizado por la absorción doméstica, tanto por el consumo privado como por la inversión, en tanto que las exportaciones netas contribuyeron en forma ligeramente negativa al crecimiento del PIB, dado que el fuerte avance de las importaciones resultó muy superior al incremento de las exportaciones.

Sin embargo, a partir del tercer trimestre las exportaciones netas comienzan a aportar positivamente al crecimiento, de la mano de una sensible mejora en las cantidades exportadas y cierta desaceleración en el ritmo de suba de las importaciones (Gráfico 3).

Desde el tercer trimestre de 2002, cuando la actual fase de recuperación comenzó a cobrar mayor vigor, tanto el consumo privado como la inversión se fueron consolidando cada vez más como los determinantes excluyentes de la expansión. Desde la salida de la

Gráfico 3

### Contribución de los componentes de la demanda al crecimiento del PIB (\*)

Variaciones respecto del trimestre anterior – Cifras desestacionalizadas

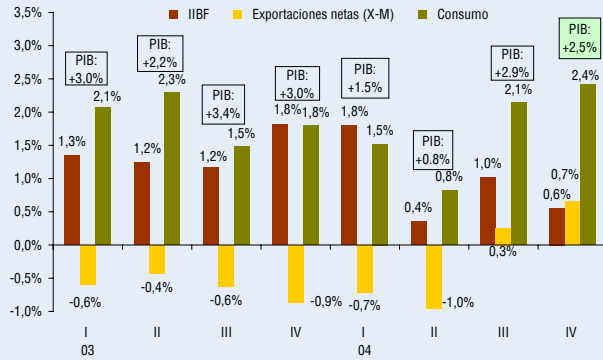


Gráfico 4

### Contribución de los componentes de la demanda al crecimiento del PIB (\*)

Variación IV Trim. 2004 vs. I Trim. 2002 – Cifras desestacionalizadas

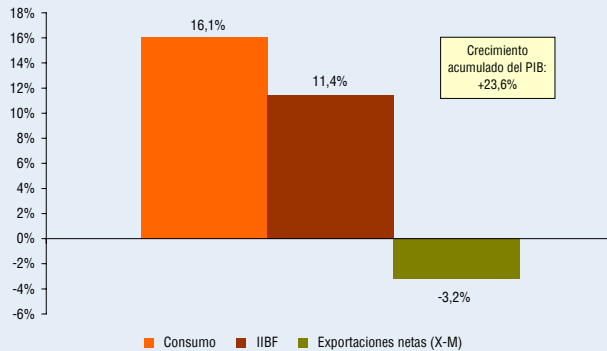
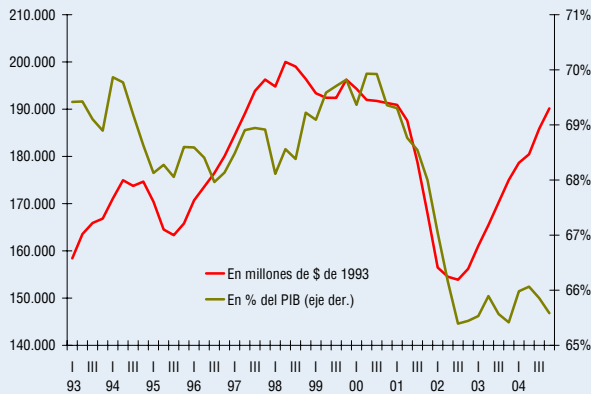


Gráfico 5

### Consumo Privado

Datos desestacionalizados



convertibilidad a esta parte, el consumo explica alrededor del 68% de aumento del PIB acumulado desde su inicio<sup>(1)</sup> (Gráfico 4). La inversión explica un porcentaje algo menor, si bien cabe remarcar que a partir del segundo trimestre de 2004 aminora su ritmo de crecimiento.

### 3.1 Consumo

En lo que se refiere al consumo, durante el tercer y cuarto trimestres de 2004 se advirtió un renovado dinamismo del correspondiente al sector privado, el cual creció 3% y 2,3%, respectivamente con respecto al trimestre previo (en términos desestacionalizados), tasas similares al crecimiento promedio que alcanzó la economía en el período mencionado. Asimismo, durante el año 2004 el consumo privado acumuló un alza del 9,4%, sustentado en el incremento de la masa salarial –a su vez originado en las mejoras del empleo y las remuneraciones- y la recomposición del mercado crediticio.

Tal como se advierte por el buen desempeño de algunos indicadores recientes de consumo privado, entre ellos, servicios públicos y ventas en supermercados, se estima que durante los meses de enero y febrero de 2005 se mantuvo esta tendencia favorable, impulsado básicamente por el aumento de la masa salarial tras los incrementos de jubilaciones y salarios y el aumento de asignaciones familiares y anticipos de aguinaldos dispuestos en diciembre.

La confianza del consumidor, y en particular las expectativas de compras de bienes de consumo durables e inmuebles, se mantienen en niveles muy elevados, ubicándose a principios de 2005 en niveles superiores a los registrados a inicios de 1998, cuando los precios de los bienes durables respecto de los salarios eran mucho menores a los actuales y el crédito para consumo crecía a tasas muy altas.

### 3.2 Inversión

La inversión continuó creciendo a muy buen ritmo durante el segundo semestre de 2004, y acumuló en el año una suba del 34,5%. Si bien el análisis por trimestre refleja cierta desaceleración del ritmo de crecimiento interanual a lo

(1) Es decir, el PIB subió 23,6% en el período. De ese cre-

largo del año, en especial de la construcción, la muy buena performance de la inversión en equipo durable (cuya participación dentro de la IBIF continúa en ascenso) ayudó a mantener el buen desempeño de la inversión total.

La recuperación determinó que en el cuarto trimestre la IBIF haya llegado a un nivel de 18% en términos del PIB, ubicándose apenas 1 p.p. por debajo del promedio del período 1993-2001 (Gráfico 7). El impulso estuvo dado, básicamente por las buenas condiciones macroeconómicas, caracterizadas por favorables expectativas sobre el rendimiento de la inversión productiva, bajas tasas de interés, mejora del ingreso disponible y de políticas públicas de incentivo que fueron posibles merced a un prolijo manejo de la política fiscal.

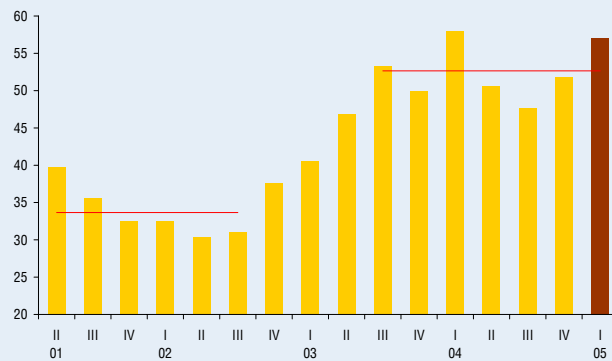
El crecimiento sostenido de la inversión dio lugar a una recomposición del acervo de capital que prácticamente recupera, a fines de 2004, el nivel vigente en el primer trimestre de 2002 (Gráfico 8).

Los principales componentes de la inversión en el año también mantuvieron un ritmo acelerado, destacándose la variación de la concretada en equipo durable (52,5%), y en especial la de origen importado (97,7%), que recuperó la participación vigente en la década anterior (Gráfico 9).

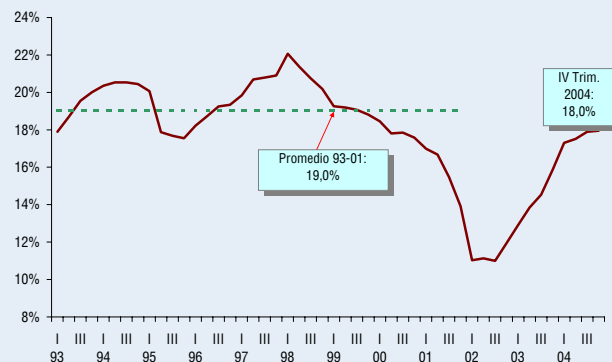
Medida a valores corrientes, la inversión del cuarto trimestre de 2004 alcanzó los \$ 98.745 millones, arrojando un promedio anual de \$ 85.652 millones. La evolución de los precios implícitos incidió en la distribución de los montos invertidos entre el equipo nacional e importado, dado que el menor incremento en los precios del equipo importado (2,2% en el año) definió un nuevo aumento en la participación de la maquinaria y equipo importados a expensas del nacional (Gráfico 11).

La inversión en construcción mantuvo su dinamismo, aunque a un ritmo algo menor, al registrar una variación a valores constantes de 25,7% en el año. Los diversos indicadores sobre los datos de ventas y producción de varios insumos clave, las escrituras anotadas en el Registro de la propiedad, los permisos de edificación que releva el INDEC y los puestos de trabajo declarados al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones convalidan este comportamiento expansivo para los meses subsiguientes.

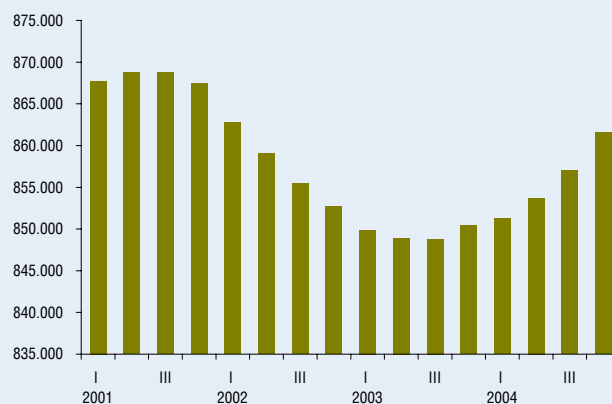
**Gráfico 6**  
**Índice de Confianza del Consumidor**  
Saldo entre respuestas positivas y negativas



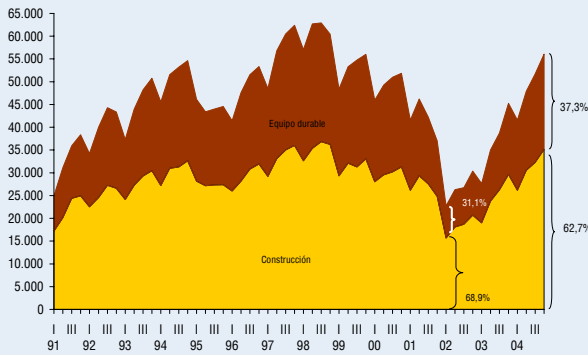
**Gráfico 7**  
**Inversión Interna Bruta Fija a precios de 1993**  
En % del PIB – Series desestacionalizadas



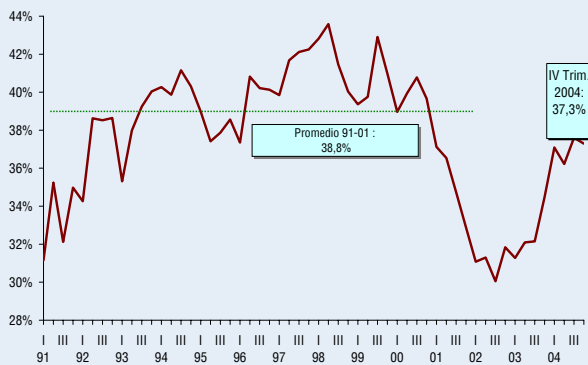
**Gráfico 8**  
**Stock de capital**  
A precios de 1993 - En millones de pesos



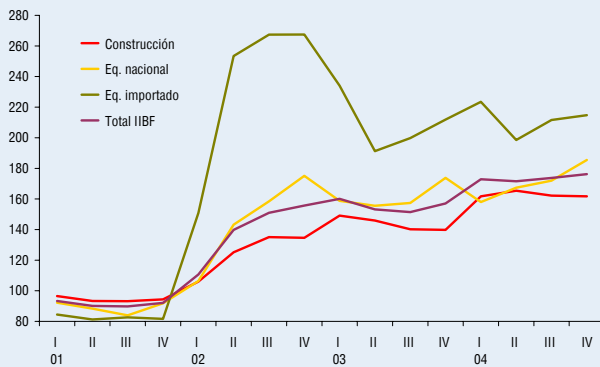
**GRAFICO 9**  
**Inversión bruta fija – Nivel y Composición**  
 En millones de pesos de 1993



**Gráfico 10**  
**Equipo Durable**  
 En % de la Inversión Bruta Fija



**Gráfico 11**  
**Inversión Interna Bruta Fija**  
 Índice de precios implícitos – 1993 = 100



La superficie autorizada a construir con los permisos de edificación para obras privadas<sup>(2)</sup> creció en el año 15,3%, observándose aumentos en casi todo el período salvo el segundo trimestre, y volvió a expandirse en el primer bimestre de 2005 (44,8% i.a.). Asimismo, el ISAC siguió mostrando un incremento en enero (7% i.a.) y febrero (6,3% i.a.). No obstante, la variación de la serie desestacionalizada mostró una baja en el último mes con respecto al anterior (-1,3%), si bien la tendencia se mantuvo inalterada (Gráfico 12).

La apertura de la información que provee el ISAC por bloques<sup>(3)</sup> (Gráfico 13) indica que los tipos de obras más dinámicas en enero fueron las viales y las de infraestructura, mientras que en el último trimestre del año precedente el segundo destino más importante fue el de las construcciones petroleras. De todos modos, los otros tipos de obras mostraron también variaciones positivas en la comparación interanual, salvo las petroleras.

Las opiniones sobre el mes de marzo de 2005 (contenidas en la Encuesta Cualitativa de la Construcción) resultaron positivas para las empresas que se dedican a obras públicas, y privadas. En el primer caso la puesta en marcha de nuevos planes de obras públicas activan la demanda del sector. Con respecto al personal ocupado también coinciden en esperar incorporaciones de mano de obra. Las necesidades de crédito se estiman positivas en ambos sectores, aún cuando una muy elevada proporción declara que no toma crédito. En el caso de las empresas que se dedican a obras privadas, los principales destinos de los créditos recibidos se canalizan hacia financiación de clientes y el pago de salarios, mientras que en las públicas se asignan a la adquisición de bienes de capital y también a financiar clientes.

La inversión en equipo de producción de origen nacional a valores constantes (Gráfico 14) continuó exhibiendo en el último trimestre una variación positiva (13,4% i.a.), pero algo inferior a la observada en los trimestres anteriores, tras lo cual acumuló un alza de 23,2% en el año. A diferencia de lo ocurrido en trimestres previos, en esta ocasión la incorporación de maquinaria y equipo superó a la de material de transporte (14,4% y 9,9% i.a., respectivamente), aunque

(2) La superficie a construir registrada por los permisos de edificación para obras privadas se releva sobre una nómina representativa de 42 municipios distribuidos en el territorio nacional.

3 Ver Cuadro A2.2 del Apéndice Estadístico.



en el acumulado del año seguía prevaleciendo el alza del material de transporte (36,6% vs. 19,4%, respectivamente).

En el bimestre enero-febrero de 2005 volvieron a registrarse alzas generalizadas en las ventas de automotores, y más aún, las de origen nacional superaron a las importadas. El mayor incremento se observó en los automóviles (57,9% i.a.), utilitarios (28% i.a.) y vehículos de carga y pasajeros (20,7% i.a.).

La inversión en bienes de capital importados, medida a precios constantes, mantuvo un elevado ritmo de incremento en el segundo semestre, resultando al cabo del año en un alza del 97,7%. A valores corrientes, también se mantiene un crecimiento elevado (102,1%) y aún un poco superior al registrado a precios constantes, influida en parte por el alza en los precios implícitos del 2,2%, producto de pequeñas subas en el tipo de cambio y en los precios de las importaciones de bienes de capital. De acuerdo con los datos de comercio exterior provenientes del INDEC, las compras externas de equipo en 2004 alcanzaron los US\$ 5.377,9 millones, con lo cual representan 24,1% del total de importaciones. El valor importado, 113,7% superior al del año anterior, es el resultante casi excluyente de un importante incremento en las cantidades (112,1%), ya que los precios sólo crecieron 0,7%.

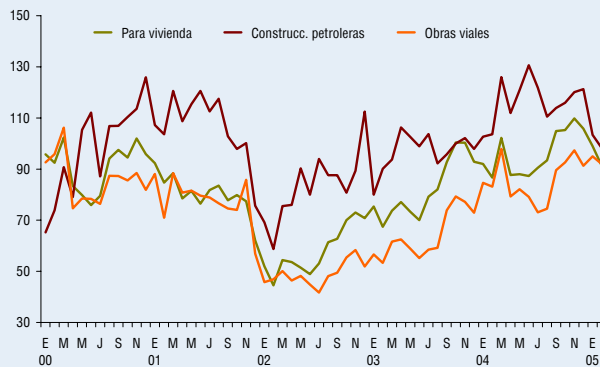
Las importaciones de bienes de capital durante 2004 se dirigieron principalmente a los productores de servicios no transables, registrándose aumentos en todos los sectores considerados, que oscilaron entre 283,5% en el caso de comunicaciones, y 55,2% en la minería (Cuadro 6). Las mayores contribuciones al alza provinieron de comunicaciones (US\$ 844 millones), del transporte (US\$ 783,9 millones adicionales), de la industria manufacturera (US\$ 527,8 millones), de la construcción (US\$ 207 millones) y del agro (US\$ 157,6 millones), aunque fueron también muy significativas las alzas en el resto de actividades.

Si se tiene en cuenta la demanda de las diversas ramas industriales, agrupadas de igual modo que el Estimador Mensual Industrial (EMI) que calcula el INDEC, se observa que hubo un aumento en las compras externas de equipo, en valores monetarios, en cada uno de los sectores considerados, al igual que en el nivel de actividad, observándose los mayores incrementos en las industrias metalmeccáni-

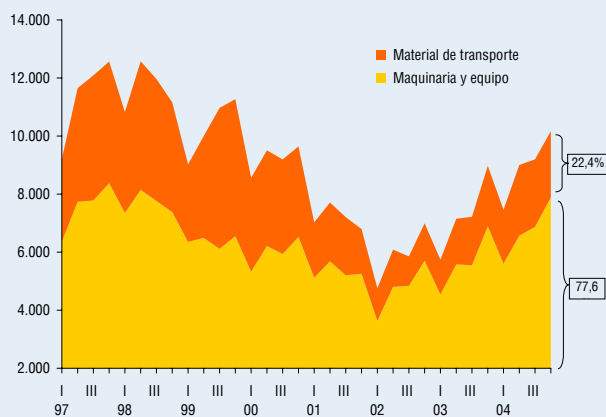
**Gráfico 12**  
**Indicador Sintético de Actividad de la Construcción**  
Indice 1997 = 100



**Gráfico 13**  
**Evolución del ISAC por bloques**  
Indice 1997 = 100



**Gráfico 14**  
**Inversión en equipo nacional – Nivel y Composición**  
En millones de pesos de 1993



**Cuadro 3**  
**Importaciones de bienes de capital por sector productivo <sup>(1)</sup>**

	2003		2004		Variac. % 2004/03
	Miles de U\$S	Partic. %	Miles de U\$S	Partic. %	
Total importaciones	2.500.605	100,0	5.367.132	100,0	114,6
Transporte	471.519	18,9	1.255.411	23,4	166,2
Industria Manufacturera	712.350	28,5	1.240.157	23,1	74,1
Comunicaciones	297.644	11,9	1.141.612	21,3	283,6
Agro	267.837	10,7	425.466	7,9	58,9
Construcción	216.961	8,7	423.952	7,9	95,4
Comercio, banca y seguros	217.134	8,7	365.855	6,8	68,5
Electricidad, gas y agua	192.161	7,7	310.041	5,8	61,3
Salud	72.788	2,9	112.999	2,1	55,2
Resto sin clasificar	28.165	1,1	48.173	0,9	71,0
Investigación	17.022	0,7	27.798	0,5	63,3
Minería	7.024	0,3	15.669	0,3	123,1

(1) Cifras sujetas a revisión. Los sectores están ordenados de mayor a menor según la participación en las importaciones de bienes de capital durante el año 2004.

Fuente: Elaborado por Subsecretaría de Programación Macroeconómica sobre la base de datos del INDEC.

ca excluida la automotriz y la de alimentos y bebidas, textil, caucho y plástico y metálicas básicas. De estos sectores, el único que se encontraba a fines de 2004 en un nivel de casi plena utilización de la capacidad instalada es el último (94,0%), los otros presentaban un nivel de uso similar al de fines del año precedente (nivel general: 68,5%).

### 3.3 Exportaciones netas

Si bien en 2004 el saldo de exportaciones netas resultó positivo, fue inferior al del año precedente, hecho que determinó una contribución negativa al crecimiento del período.

Una explicación de este comportamiento podría ser las diferentes elasticidades de las importaciones y exportaciones al ingreso y a los precios respectivos. Tal parece que la velocidad de respuesta de las importaciones ante un aumento

en el nivel de actividad, y por lo tanto del ingreso, es superior a la reacción que experimentan las exportaciones ante variaciones en los precios. De este modo, el buen desempeño de la actividad en 2004 trajo aparejado un incremento de las importaciones superior al de las exportaciones. Con respecto a los precios, luego de alcanzar un máximo en el primer trimestre de 2004, los términos del intercambio comenzaron a decaer y en el cuarto trimestre se ubicaban un 6% por debajo de los vigentes en igual período del año anterior. Pero en el acumulado del año, no obstante, han mantenido una variación positiva del 1,5% (ver capítulo de Precios).

En el incremento en las exportaciones incidió la buena evolución de la economía mundial y de la brasileña en particular, traducidos en una mejora de los precios y cantidades exportadas. Paradójicamente en el sector donde se observó el mayor incremento de precios, el de combustibles (27,3%), se produjo la mayor caída en las cantidades (-10,4%), y en los de manufacturas tanto de origen agropecuario (MOA), como industrial (MOI), se registraron los mayores aumentos en las cantidades comerciadas (9,9% y 15%). Al interior del grupo de las MOI, se verificaron variaciones positivas de precios en todos los sectores considerados. Nuevamente, en el rubro que registró el mayor incremento (metales comunes y sus manufacturas) se observó una disminución de las cantidades exportadas, probablemente por una restricción en la oferta, ya que la producción de metálicas básicas se redujo en el segundo trimestre.

Por el lado de las importaciones el incremento detectado en los valores corresponde a un notorio aumento en las cantidades de todo tipo de bienes, especialmente de bienes de capital, piezas y accesorios, bienes de consumo y aún de combustibles y lubricantes, como consecuencia de la escasez de energía que se produjo en el segundo trimestre del año.

## 4. Oferta global

Analizando el desempeño de la actividad económica por el lado de la oferta se observa que, a diferencia de lo ocurrido durante 2003, la expansión del PIB en 2004 fue más homogénea y alcanzó al conjunto de los sectores de la economía. En cuanto a

las importaciones el alza anual fue considerable (39,8%), dado el buen desempeño del nivel de actividad, que motorizó en particular la demanda de bienes de capital y en general de todo tipo de bienes. Cabe destacar, de todos modos, la evolución decreciente a lo largo del año, que se tradujo en variaciones cada vez menores tanto de la serie a valores constantes como de la desestacionalizada con respecto al trimestre anterior (Cuadro 4).

El mayor incremento interanual del PIB en el último trimestre del año (9,1% i.a.) confirma el mantenimiento de la fase expansiva del ciclo iniciado desde mediados de 2002. Entre otros factores, la superación de la crisis energética, que había provocado la desaceleración en el segundo trimestre, la mejoría de la economía brasileña, una política fiscal menos exigente y el paulatino resurgimiento del crédito permitieron un excelente cierre del año 2004 y con buenas perspectivas para el siguiente.

Respecto a la composición sectorial del PIB durante el año 2004, continuó prevaleciendo en el período un mayor crecimiento en los sectores productores de bienes (10,4%), con respecto a los productores de servicios (6,8%), pero éstos fueron ganando mayor participación a lo largo del año (Cuadro 3). Así, en el cuarto trimestre la brecha entre ambas tasas de crecimiento se redujo notablemente con relación a períodos anteriores. Esta variación del comportamiento por tipo de bienes respondió a un reajuste en los precios relativos a favor de los servicios luego del fuerte cambio que había originado la

exagerada devaluación del peso en 2002. A partir del segundo semestre de 2003 la variación de los precios implícitos en el producto mostró una mayor magnitud de los correspondientes a servicios, con la única excepción del segundo trimestre de 2004, de modo que el crecimiento en el año de éstos alcanzó a 9,1%, mientras que el de los bienes fue algo inferior (6,7%).

Entre los productores de bienes, el comportamiento de actividad más expansivo durante el año 2004 correspondió a la construcción (29,4%), seguida de la industria (11,9%), mientras que entre los sectores productores de servicios fue relevante el

**Cuadro 4**  
**Estimación del Producto Interno Bruto a precios de 1993 (\*)**  
**Variaciones porcentuales interanuales**

Concepto	2003	I Tr 04	II Tr 04	III Tr 04	IV Tr 04	2004
PIB A PRECIOS DE MERCADO	8,8	11,3	7,1	8,7	9,1	9,0
SECTORES PRODUCTORES DE BIENES (1)	14,5	16,3	7,3	9,6	9,7	10,4
- AGRICULTURA, GANADERIA, CAZA Y SILVICULTURA	7,0	9,0	-11,1	3,0	6,8	-1,0
- INDUSTRIA MANUFACTURERA	16,0	15,8	13,8	10,0	8,8	11,9
- CONSTRUCCION	34,4	41,4	32,6	26,4	21,7	29,4
SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS (1)	4,2	6,6	5,4	7,0	8,1	6,8

(1) A precios de productor.

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

(\*) Estimaciones preliminares.

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

**Gráfico 15**  
**PIB – Sectores productores de bienes y servicios**  
**Var. % interanual**

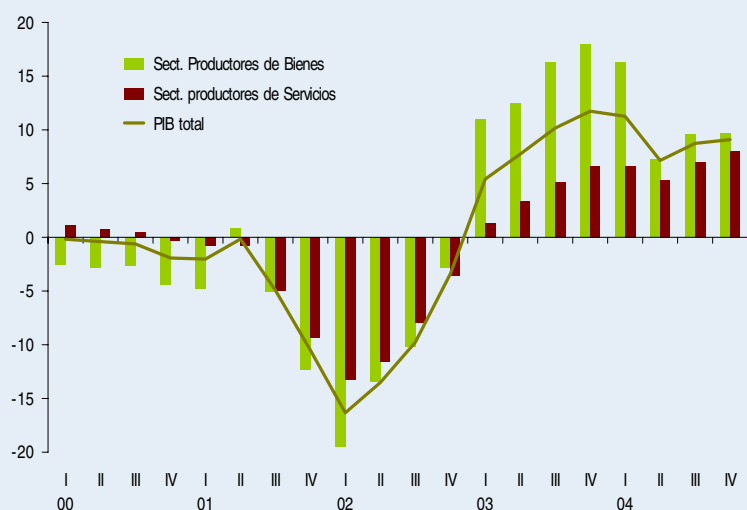
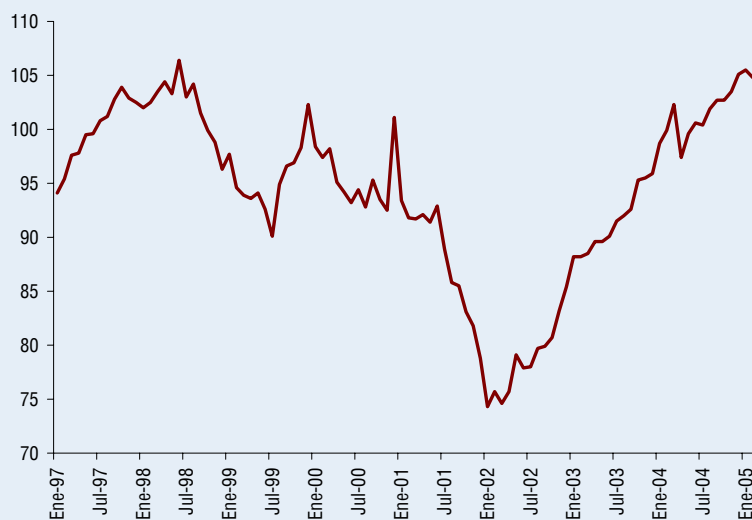


Gráfico 16  
Evolución del Estimador Mensual Industrial (EMI)  
Índice 1993=100



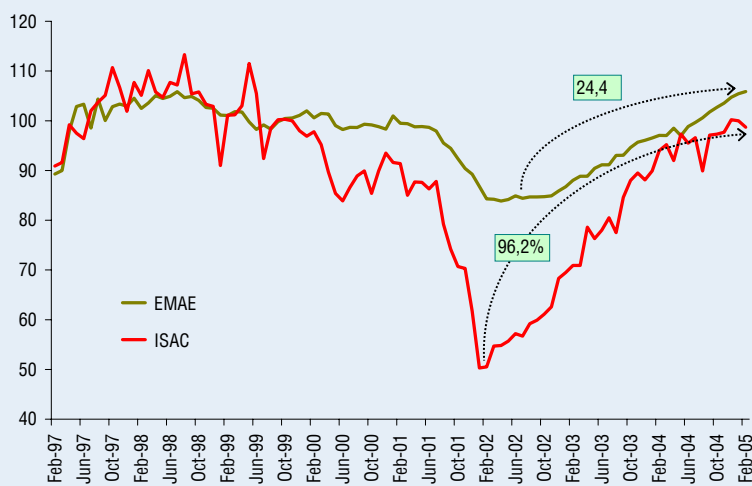
aumento del comercio (13,5%), del transporte, almacenamiento y comunicaciones (13,4%) y de hoteles y restaurantes (6,9%).

Entre los sectores que componen el PIB, se observaron declinaciones en los rubros de producción primaria, con la mayor caída en el sector de pesca (-19%), y más suavemente tanto en agricultura, ganadería, caza y silvicultura (-1%) como en la explotación de minas y canteras (-0,4%). La baja en el agro estuvo concentrada en el segundo trimestre, y más precisamente en la cosecha de soja y otros cultivos como maíz, sorgo y girasol.

En la industria manufacturera el crecimiento del nivel de actividad alcanzó a 11,9%. El mantenimiento de tasas de crecimiento más elevadas que las del PIB total conllevó a un nuevo aumento de su participación, que alcanzó a 16,8% en el año, muy por arriba del 11% observado en el primer trimestre de 2002, el mínimo de la serie histórica. Para el primer trimestre de 2005 se puede esperar una nueva expansión del sector, ya que el Estimador Mensual Industrial (EMI) volvió a mostrar variaciones positivas de 7,1% i.a. y 5,3% i.a., en enero y febrero, respectivamente (Gráfico 16).

En el caso de la construcción, durante el segundo semestre de 2004 se observó una cierta desaceleración del ritmo de crecimiento del sector, pero finalizó el año con un alza considerable del 29,4%, luego de haber sido una de las actividades más dinámicas

Gráfico 17  
Construcción y Actividad económica  
Series desestacionalizadas – Base 1977 =100



durante 2003 (34,4% de crecimiento respecto de 2002). Actualmente, la actividad de la construcción se encuentra operando a niveles similares a los de fines de 1999, y el sector ha superado exitosamente su importante caída tras el derrumbe de la Convertibilidad, creciendo a tasas superiores al promedio general de la economía (Gráfico 17).

Al incremento del Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC), que mostró en 2004 un crecimiento de casi 20% respecto de 2003 (reflejando la demanda de insumos), se agregó un aumento relevante en el empleo sectorial. En particular, la construcción de obras viales superó holgadamente el crecimiento promedio del sector al avanzar 33,2% en el período, mientras que la edificación de viviendas fue el rubro de menor crecimiento acumulado, con un 17,1% de suba. Esta última actividad había tenido un fuerte dinamismo durante 2003, cuando muchos agentes habían canalizado sus ahorros en moneda extranjera hacia la inversión en inmuebles.

Por su parte, los sectores productores de servicios crecieron durante el tercer y el cuarto trimestres de 2004 7% y 8,1% i.a., respectivamente, y acumularon durante todo 2004 una suba del orden del 6,8%. En particular, los rubros de mayor crecimiento fueron el comercio mayorista y minorista (13,5%), y transporte, almacenamiento y comunicaciones (13,4%), en tanto que el sector de intermediación financiera es el único que advierte una baja en el período (-5,5%). Un dato relevante que señala el avance reciente de esta actividad, la cual representa aproximadamente el 62% del producto total, es la creciente contribución de los servicios al crecimiento interanual del PIB, cuyo aporte a partir del segundo trimestre de 2004 viene siendo superior al de los sectores productores de bienes.

El suministro de electricidad, gas y agua también se expandió (6,6%), dadas las subas en la generación eléctrica del 7,8%, el gas entregado a la red y el mayor volumen de agua librado al consumo, que en el caso particular del Gran Buenos creció 5,3% en el año.

Más recientemente, el EMAE del mes de enero de 2005 volvió a mostrar una variación positiva, tanto en la comparación interanual (9,1% i.a.) como en la desestacionalizada con el mes anterior (0,4%), acumulando desde el mes de julio de 2002 un alza del 24,4% (ver Gráfico 17).

## 5. La industria

### 5.1 Evolución durante 2004

Con la suba registrada en 2004 (11,9%), la industria manufacturera recuperó los niveles productivos vigentes en 1998, que eran los máximos históricos hasta el momento. A precios corrientes, los \$ 99.663 millones representaron un alza interanual de 17,9%. Nuevamente el incremento productivo estuvo acompañado con una mejora en los niveles de empleo. Según la Encuesta Industrial que efectúa el INDEC los obreros ocupados aumentaron, 9,5% i.a. y las horas trabajadas 12,5% i.a., en el último trimestre, verificándose aumentos en la productividad según ambas mediciones, en términos de empleo y horas trabajadas al cabo del año. Los mayores incrementos anuales se observaron en las ramas de fabricación de equipos de radio, TV y comunicaciones, de maquinaria y equipo n.c.p. y de vehículos automotores. En los meses posteriores, el EMI también mostró variaciones positivas en la comparación interanual (7,1% y 5,3% en enero y febrero) y en la serie desestacionalizada, en cambio se observó una baja en el último mes (-0,7%) que no modifica, sin embargo, la tendencia que continuó expandiéndose (0,3%).

En la encuesta cualitativa que acompaña al último comunicado del EMI que publica el INDEC, correspondiente al mes de marzo de 2005, las firmas consultadas continuaron mostrando buenas expectativas sobre el desempeño sectorial. Con respecto a las demandas interna y externa continuaron existiendo brechas positivas entre los que esperaban un aumento y los que esperaban una disminución, y lo mismo ocurrió con relación a los envíos al Mercosur. También predominó un saldo positivo de respuestas para las importaciones totales y para las provenientes del Mercosur. Consultados respecto del comercio con el Mercosur, el 92,6% de las firmas manifestó que exporta a países del bloque y el 88,2% importa insumos del resto de países integrantes. Las expectativas sobre el uso de la capacidad instalada consideraban una mayor proporción de mejoras que de bajas y, en el caso de los stocks de productos terminados, era superior el porcentaje que esperaba una disminución. El 69,8% de las empresas consultadas utilizaría en marzo más del 60% de su capacidad instalada. Con respecto al personal empleado y las horas trabajadas, las respuestas netas también fueron positivas. El 81% de los encuestados no esperaba cambios significativos en sus necesidades crediticias respecto del mes anterior, y el 19% anticipa una suba.

En el cuarto trimestre de 2004 y, al cabo del año, se observó tanto en los indicadores de producción como en los de ventas seleccionados un neto predominio de alzas interanuales<sup>(4)</sup>.

En particular, dentro de los sectores productores de bienes exportables se destacó la performance de la industria automotriz, donde la exportación de autos tuvo una marcada recuperación en 2004 al crecer principalmente por la reactivación de la economía de Brasil y la diversificación de los destinos. No obstante, el principal motor reactivante del sector provino del mercado interno, el cual ha duplicado sus ventas respecto de 2003.

(4) El desempeño trimestral de los distintos sectores productivos se puede observar a través de una serie de indicadores de producción y ventas al mercado interno, cuya evolución mensual se detalla en el Apéndice Estadístico.

Por otra parte, entre los sectores productores de bienes orientados al mercado interno se destaca la actividad de las editoriales e imprentas, las que a su vez impulsaron el avance del sector papelerero. Asimismo, el sector de minerales no metálicos, que concentra básicamente a los insumos para la construcción, entre otros, avanzó respecto de 2003, al igual que el sector de químicos y el de productos de caucho y plástico.

En cuanto a las actividades sustitutivas de importaciones, luego de la fuerte recuperación de las industrias textil y metalmeccánica tras la crisis de 2001/2002, estas actividades continuaron mostrando durante 2004 una muy buena performance.

Con respecto al desempeño productivo sectorial en el cuarto trimestre de 2004, dentro del agregado de minas y canteras continuó retrocediendo la extracción de petróleo crudo (-5,3%) y también resultó negativo el balance anual, que es el tercero consecutivo, con una caída del 6,3%. Los 40,3 millones de m<sup>3</sup> extraídos el año anterior representan un nivel incluso inferior al producido en 1995, con precios internacionales que son récord históricos y que se espera se mantengan dada la buena evolución de la economía internacional. La principal empresa petrolera ha anunciado inversiones destinadas a la exploración en la cuenca neuquina, región que aporta aproximadamente el 40% de las reservas de petróleo. La producción de gas natural, también se redujo en el último trimestre (-2,8% i.a.), pero en el año se expandió 5,4% frente a una demanda creciente.

En el cuarto trimestre la mayor parte de los sectores integrantes de la industria manufacturera continuó mostrando una trayectoria positiva en sus niveles productivos, al tiempo que hubo un aumento en la utilización de la capacidad instalada (UCI). Según la encuesta del INDEC, la UCI promedio de la industria ascendió a 69,8%, y al mes de diciembre la proporción era algo inferior (68,5%). Las alzas más pronunciadas se siguen notando en los sectores que más se habían visto afectados por la crisis económica de 2002 y que siguen recuperando posiciones, como artefactos del hogar, equipo de transporte, insumos para la construcción, textiles y determinados alimentos. Las industrias metálicas básicas volvieron a retomar su dinamismo, luego de una retracción en el segundo y tercer trimestre, mientras que las bajas correspondieron a algunos químicos, textiles y petróleo. Los datos acumulados del año 2004 indican un comportamiento similar, en cuanto a los signos de variación, de los niveles productivos de los diferentes sectores.

En la industria alimenticia se observaron, en el cuarto trimestre, alzas en el nivel de actividad de la faena de vacunos (7% i.a.), aves (18% i.a.), de galletitas y bizcochos (30,4% i.a.), leche industrializada y para consumo (10,8% i.a.), la producción de harina de trigo (2,2% i.a.), y en las ventas de azúcar (19,7% i.a.) y de bebidas gaseosas (2,6% i.a.). Retrocedieron, en cambio, subproductos oleaginosos (-11,3% i.a.), aceites vegetales (-9,7% i.a.) y elaboración de bebidas espirituosas (-9% i.a.) y las ventas de vino (-6,9% i.a.). Al cabo del año, los signos de las variaciones se mantuvieron en la mayoría de los sectores.

Los avances productivos se han originado como respuesta tanto a una recomposición de la demanda interna como de las exportaciones, que implicaron la apertura de nuevos mercados externos, principalmente en productos como las carnes vacuna y aviar dadas las buenas condiciones sanitarias locales en relación a los mercados internacionales.

La leve disminución que presenta la industria aceitera en el año es el correlato de lo sucedido con la campaña 2003/2004 de soja y girasol que resultó menor al récord logrado el año precedente. Esta menor industrialización incidió en las exportaciones, que han sido inferiores en cantidad, y que también se vieron afectadas por la puesta en vigencia, por parte de China de normas técnicas más restrictivas al ingreso de aceites.

Las ventas de cigarrillos disminuyeron 7% i.a. en el cuarto trimestre y 5% en el año ante una reducción en la demanda interna que siguió a los aumentos en los precios de los atados y una campaña oficial para desincentivar el consumo de tabaco.

La industria textil continuó creciendo en el cuarto trimestre, con la excepción de los hilados sintéticos, y en el año se notaron alzas en todos los insumos considerados. Crecieron la producción de fibras sintéticas (37,7%), hilados celulósicos (20%), sintéticos (3,5%) y cuero bovino curtido (15,7%). La firmeza de la demanda interna sólo se ve opacada por el ingreso de material importado proveniente de países muy competitivos como los asiáticos y Brasil de modo que las nuevas inversiones se espera que incrementen la productividad, máxime cuando la finalización del Acuerdo de Textiles y Vestimenta a partir de 2005 libere más el mercado internacional.

En el sector papelerero se observaron en el acumulado del año un aumento en la producción de pasta de papel (5,8%) y una disminución en papel para diarios (-0,5%). El incremento, que se explica por la demanda de papeles para impresión y usos sanitarios, se produjo en un contexto de similar utilización de la capacidad instalada con respecto al año anterior como consecuencia de la ampliación de la capacidad productiva sectorial.

Entre los productos químicos y derivados del petróleo predominaron alzas en sus niveles productivos con respecto al año anterior. Los mayores aumentos se observaron en la producción de fuel oil (21,7%), petróleo procesado (10,6%), neumáticos (9%), PVC (8,7%) y urea (4,9%). A su vez, las mayores disminuciones tuvieron lugar en la elaboración de soda cáustica (-11,9%), cloro (-5,6%) y naftas (-4,6%).

Producto de la escasez local de gas y el aumento registrado en el precio internacional del petróleo crudo el perfil productivo en las áreas de refinación de petróleo fue derivando en un aumento en la producción de fuel oil que opera como sustituto del gas. A su vez, la menor

extracción de crudo acarrió una inferior producción de naftas (-4,6% en el año) en las categorías de común y ultra, mientras que las súper crecieron y también se notó una baja de las exportaciones. En cuanto a las ventas al mercado interno el aumento se debió a una mayor demanda de súper y ultra, con una baja de las de calidad común. De todos modos la participación de las naftas en el mercado de combustibles local fue decayendo hasta representar el 17,7% en 2004, mientras que el gas oil y el GNC abastecen el 65,4% y 16,9%, respectivamente (Gráfico 19).

La producción total de neumáticos continuó expandiéndose y logró superar los niveles productivos de los años 1997-1998. por la mayor demanda interna y externa. Para el corriente año existen también perspectivas alentadoras dado que las principales empresas se encuentran ejecutando importantes planes de inversión, aún a pesar del ingreso de cubiertas importadas procedentes de China.

Las ventas de medicamentos crecieron 13,5% en el año, con mejoras de la demanda interna y externa, en el primer caso de sectores institucionales, y consumidores individuales y a plazas tradicionales y nuevos destinos en el segundo caso. También se han concretado inversiones por firmas elaboradoras de genéricos a través de la compra de maquinaria o la instalación de nuevas plantas.

La elaboración y ventas de los principales insumos para la construcción continuó siendo uno de los sectores más dinámicos, con importantes alzas en la producción (19,9%) y despachos de cemento (22,1%), de asfaltos (37,1%) y de vidrios (30,7%) así como las producciones de hierro redondo (31,9%), cerámicos (11,1%) y de pinturas (13,3%), destinados a abastecer obras públicas y privadas. Entre las últimas se destacan las vinculadas con la actividad agroexportadora, con el turismo y viviendas en general. También para el 2005 existen buenas expectativas con respecto a la realización de obras públicas, viales y de infraestructura.

En la industria siderúrgica se observaron nuevas alzas en el último trimestre en la mayoría de los rubros, que alcanzaron valores récord históricos. No obstante, en el acumulado del año, hubo una mayor proporción de bajas por la contracción registrada en el segundo y tercer trimestres. Las subas oscilaron entre 14,7% en el caso de los laminados no planos y 0,2% en la primera etapa de elaboración del hierro primario, con una suba de 1,8% en el acero crudo. Dentro de los productos no planos se destacaron los tubos sin costura y el hierro redondo para hormigón cuyas producciones crecieron 16,3% y 31,9%, respectivamente, para atender tanto al mercado interno como el incremento de las exportaciones. En el resto de los sectores se notaron caídas, particularmente en los laminados en frío (-7,8%), los planos (-7,2%), y en la producción de zinc (-9,2%). La actividad siderúrgica, que opera con el más elevado porcentaje de utilización de la capacidad, se beneficia con el aumento de la demanda local de una amplia variedad de sectores como la construcción, la industria automotriz, metalmecánica, de envases y actividades agropecuarias, así como de la demanda externa que ha tenido un efecto sobre los precios internacionales. Las perspectivas para el año en curso son asimismo positivas en ambos mercados.

Gráfico 18

### Producción y ventas al mercado interno de naftas En miles de metros cúbicos

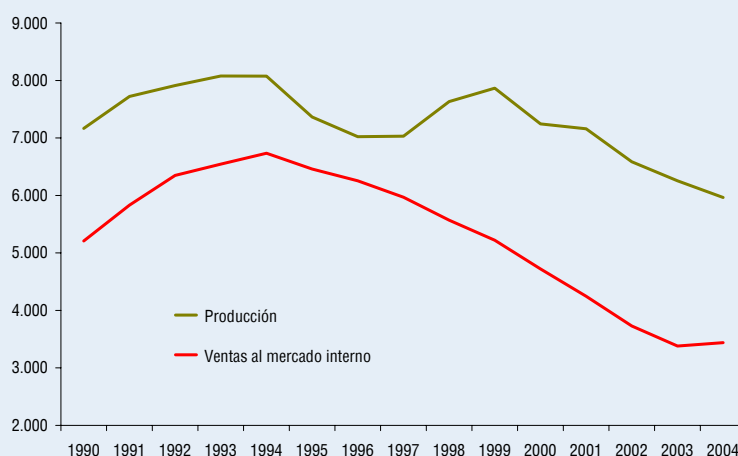


Gráfico 19  
**Despachos de cemento**  
 En miles de toneladas

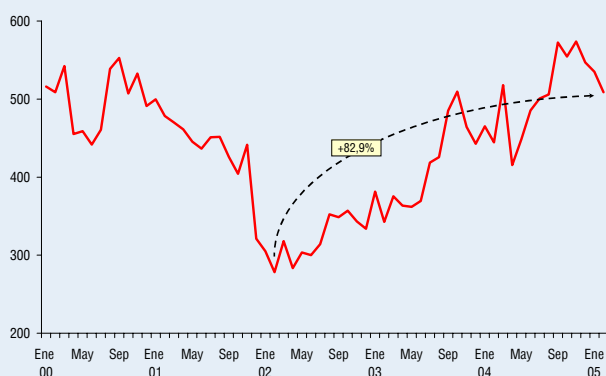


Gráfico 20  
**Industria siderúrgica**  
 En miles de toneladas

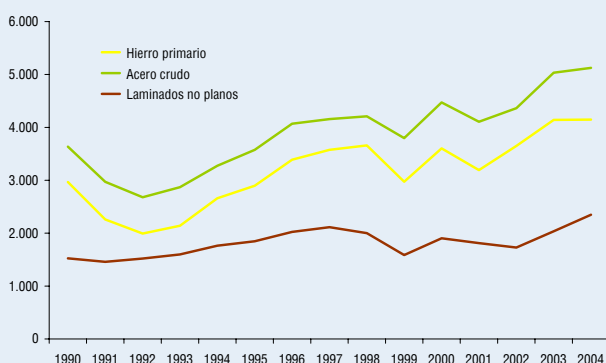
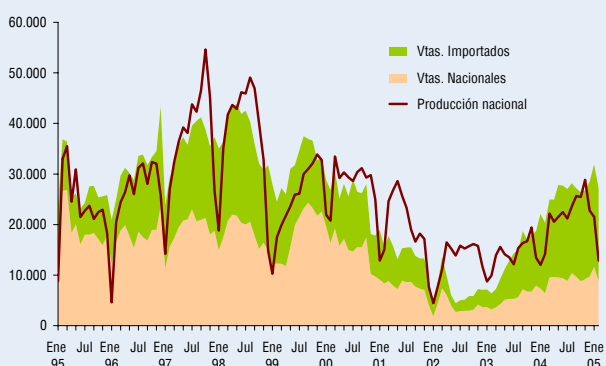


Gráfico 21  
**Producción y ventas de autos**  
 En unidades



Durante 2004 la industria automotriz volvió a mostrar destacados aumentos en las ventas de vehículos nacionales (67,4%) y principalmente, de importados (123,9%). En 2004 las 260.402 unidades producidas significaron un incremento de 53,9%, con una importante expansión en todos los tipos de vehículos de manera tal que se recuperaron los niveles de 2000 en el segmento de carga y pasajeros. Del total producido, el 56,2% se destinó a la exportación (146.236 unidades), con un avance del 35,3% sobre las ventas externas efectuadas en 2003, gracias a una sostenida política de apertura de nuevos mercados, mientras que el resto se dirigió al consumo interno junto con una desacumulación de inventarios. La mejora en los ingresos y en el acceso al sistema financiero determinaron una fuerte recuperación de las ventas totales al mercado interno (100,4%) que superaron un poco a las registradas en 2000, pero con una particularidad que es la diferente participación de las unidades importadas en el total de ventas. Mientras en aquel año representaban el 40%, en 2004 esa participación alcanzó al 65,2% del mercado. Este aumento de las importaciones produjo una reversión en el intercambio neto de vehículos que tras 4 años de superávit presentó una situación deficitaria.

En el bimestre enero-febrero de 2005 se observaron también significativas alzas en cuanto a producción (31,5%) y exportaciones (27,2%), y principalmente ventas de vehículos nacionales (49%) y de importados (34,4%), que deberán beneficiarse en el corriente año de una mejora en las fuentes de financiación. La realización de inversiones en el sector también actuaría como factor dinamizante de la demanda en la medida que se produzcan lanzamientos de modelos nuevos.

La fabricación de tractores mantuvo un elevado ritmo de expansión en el año (55,4%) aunque en el último trimestre se desaceleró un poco (13,1% i.a.). Las ventas de maquinaria agrícola, por su parte, presentan un crecimiento sostenido desde comienzos de 2002. En 2004 las unidades vendidas aumentaron 35%, mostrando mayor dinamismo las de origen importado, que crecieron 74,5%, con una participación del 47% en unidades pero que alcanza al 65% si se tie-

(5) El INDEC realiza una encuesta sobre la industria de maquinaria agrícola, efectuada a 50 empresas que constituyen el núcleo del sector e incluye tanto a las que fabrican como a las que comercializan productos importados.



ne en cuenta la facturación<sup>(5)</sup>. El sector, uno de los más ágiles dentro de los productores de bienes de capital, se encontraría trabajando con un nivel de utilización casi total de su capacidad por lo que existiría un exceso de demanda que se canaliza a través de mayores importaciones. El aumento en el total de unidades vendidas se debió a las mayores entregas de tractores (50,2%), implementos (53,9%) y cosechadoras (36,6%).

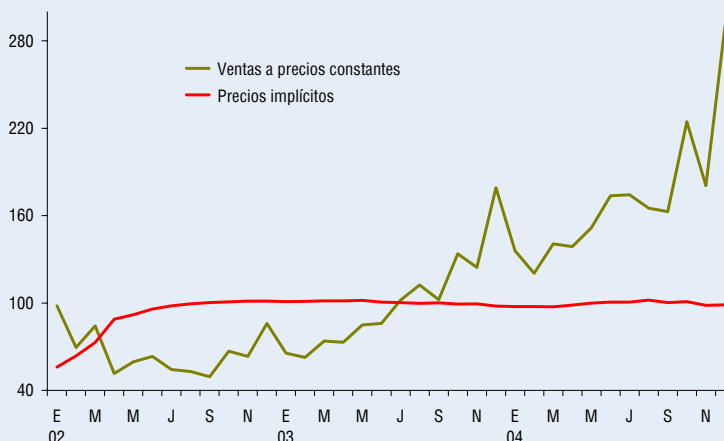
El sector de máquinas-herramientas mostró un alza significativa en las ventas al mercado interno (50,4%), y otra de menor magnitud en la producción (8,2%) que afectó el nivel de exportaciones con una disminución del 25,8%.

La fabricación de bienes de consumo durables continúa siendo uno de los sectores más dinámicos, junto con los automotores. En el año, crecieron fuertemente tanto la producción de los denominados "línea blanca": lavarropas (45,9%), secarropas (76,4%), cocinas a gas (43,2%), refrigeradores (61,6%), congeladores (52,7%) y calefactores y estufas (18,5%), como los que insumen un mayor número de componentes de alta tecnología, como televisores color (183,4%) y videograbadores y videoreproductores (393,3%), reproductores de discos y DVD (169%) y teléfonos (115,7%), estos últimos, en especial, comparando contra el flojo desempeño del año anterior. La encuesta que elabora el INDEC a los comercios de electrodomésticos indicó un incremento de las ventas a precios constantes de 59% en el cuarto trimestre que determinó un alza del 71,5% en el año. En estos guarismos incidió la leve suba en los precios implícitos en el último trimestre (0,4%) y más aún la también tenue baja en el año (-0,5%) (Gráfico 22).

Gráfico 22

### Ventas de electrodomésticos y artículos para el hogar a precios constantes y precios implícitos

Indices base 2003 = 100



Cuadro 7

### EMI - Evolución de la producción y tasa de utilización de la capacidad productiva

Variaciones porcentuales

Concepto	Evolución de la producción sectorial			Utilización de la capacidad productiva
	Feb 05/ Ene 05 (*)	Feb 05/ Feb 04	En-Feb 05/ En-Feb 04	Feb 05
<b>NIVEL GENERAL</b>	-0,7	5,3	6,2	68,9
Industria Alimenticia	-1,1	4,8	5,4	72,5
Productos de tabaco	-1,3	-11,2	-12,2	65,1
Industria textil	3,1	3,3	1,9	77,7
Papel y sus manufacturas	3,6	3,1	4,6	84,7
Edición e Impresión	-0,9	1,8	4,1	78,0
Refinación de petróleo	7,9	8,6	0,8	93,0
Sustancias y productos químicos	0,6	8,9	8,1	76,6
Productos de caucho y plástico	-0,4	7,0	2,8	67,5
Productos minerales no metálicos	-2,5	9,1	12,7	54,4
Industrias metálicas básicas	-0,7	1,2	3,1	95,9
Vehículos automotores	-41,3	-4,5	30,9	21,9
Resto de la industria metalmeccánica	6,7	6,8	6,6	57,4

(\*) Variaciones de las series desestacionalizadas

Fuente: INDEC.

Gráfico 23  
Estimador Mensual Industrial  
Índice y tendencia

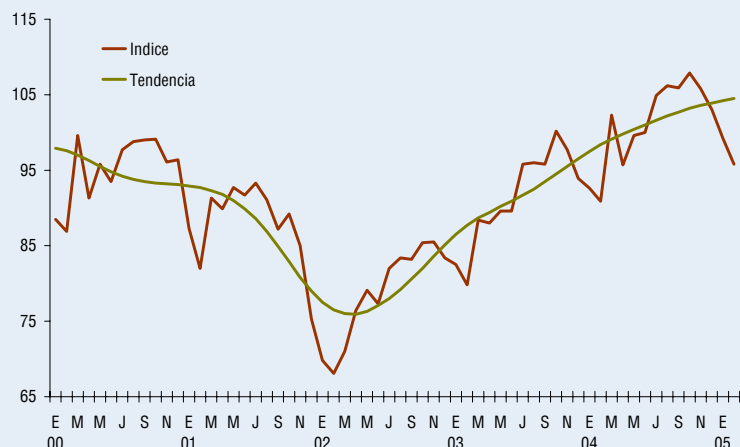
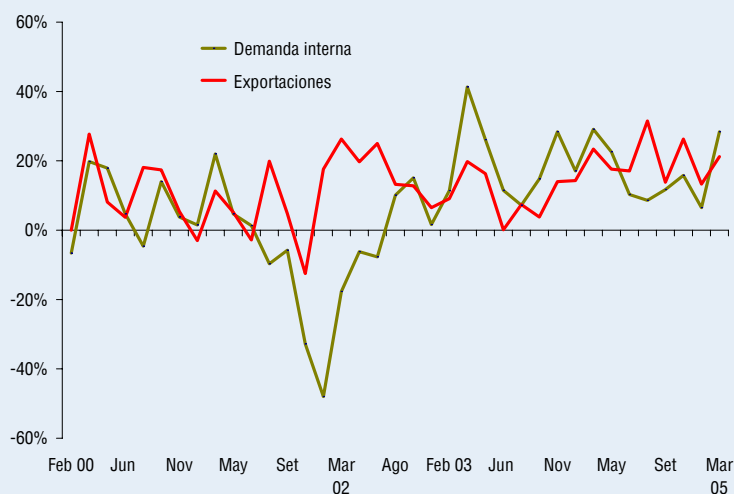


Gráfico 24  
Encuesta cualitativa de expectativas  
Saldo de respuestas positivas (\*)



Si bien la variación de la serie desestacionalizada con respecto al mes anterior, arrojó una baja de 1,1% en febrero, con relación a diciembre de 2004 el alza llega a 6%. La utilización de la capacidad instalada (72,3%), se mantuvo un poco por encima de la vigente en igual mes del año anterior y del nivel general. Los principales crecimientos se verificaron en las producciones de carnes blancas (12,9%), lácteos (9,2%) y yerba mate elaborada (8,9%). En este último caso el alza se debió al aumento del consumo interno y en los otros 2 al dinamismo de las exportaciones.

La industria textil creció en enero-febrero 1,9% frente a igual período del año anterior, con un porcentaje de utilización de la capacidad instalada (70,9%), inferior comparando con el mismo período. Esta disminución tuvo su origen en las inversiones realizadas durante 2004 para ampliar la capacidad y elevar la productividad. Esta actividad, que se orienta básicamente al mercado interno, presenta una demanda sostenida de la cual se benefician también las importaciones y no deja de preocupar a los empresarios productores de fibras sintéticas y artificiales que solicitan medidas de salva-

## 5.2 Evolución reciente a febrero de 2005

El Estimador Mensual Industrial (EMI) presentó en febrero el mayor valor de la serie histórica para ese mes del año, teniendo en cuenta la baja estacional. La suba de 5,3% i.a. mantiene la tendencia positiva que se advierte desde el segundo trimestre de 2002 y que permitió acumular desde abril de ese año hasta ahora un 39% de crecimiento

En el primer bimestre de 2005 la mayor parte de los sectores observó variaciones interanuales positivas. A nivel de bloques los mejores desempeños correspondieron a las industrias productoras de bienes exportables, como la automotriz, y de bienes dirigidos al mercado interno tales como los insumos de la construcción y químicos, aunque también fue digno de destacar el alza de la metalmecánica, excluidos los automotores, sector típico de los que sustituyen importaciones y donde la utilización de la capacidad instalada es, en varios casos, inferior a la media.

En el mes de febrero volvió a manifestarse un aumento de la utilización de la capacidad instalada, que alcanzó a 68,9% en promedio, el valor más elevado para un mes de febrero de la serie iniciada en 2002.

El bloque de la industria alimenticia presentó un incremento del 5,4% i.a. en el bimestre, con alzas en todos sus componentes.

guardia ante lo que consideran un caso de dumping.

La industria papelera así como la de editoriales e imprentas mostró alzas de 4,6% i.a. y 4,1% i.a., respectivamente en el primer bimestre del año, también en este sector con niveles de utilización de la capacidad instalada inferiores a los de un año atrás debido a la realización de inversiones que la han ampliado. La buena evolución de los papeles para diarios e impresión, así como para envases y embalajes se debe a la firmeza de las demandas interna y externa.

La refinación de petróleo, por su parte, creció modestamente en la comparación interanual (0,8% i.a.). De los productos obtenidos se notaron aumentos en fuel oil, kerosene y nafta común entre otros, mientras que se produjo menos gas licuado de petróleo, lubricantes, asfaltos, gas oil y naftas súper. En el caso del fuel oil, aumentaron las importaciones y se suscribió un entendimiento para la provisión del combustible a las usinas térmicas locales.

El bloque de sustancias y productos químicos registró un aumento de 8,1% i.a. en el primer bimestre dentro del cual se destacó el incremento productivo que mostraron los agroquímicos (16,3% i.a.), gases industriales (13,7% i.a.), y detergentes, jabones y productos personales (17,2% i.a.). El aumento en la demanda interna de fertilizantes, que se estima en 20% en 2004, respecto del año anterior, promovió la expansión de los agroquímicos. El buen nivel de actividad de las industrias petroquímica, metalmeccánica, siderúrgica y de alimentos y bebidas y del agro, a su vez, ha actuado como impulsor de la demanda de gases y fertilizantes. Entre los productos de limpieza se destaca el desempeño del segmento de productos personales, observándose una recuperación en el consumo de las "primeras marcas".

En el bloque de productos de caucho y plástico, el crecimiento (2,8%) se debió principalmente al alza en neumáticos (12,9% i.a.) y en menor medida en las manufacturas de plástico (1,4% i.a.). Durante 2005 se espera un incremento tanto en los volúmenes de neumáticos destinados al mercado interno como hacia los de exportación. Con respecto a las manufacturas de plástico el alza en el precio del petróleo ha desalentado el mantenimiento de stocks y reducido la rentabilidad del sector.

El bloque de los productos minerales no metálicos registró el segundo aumento en orden de magnitud (12,7% i.a.) con buenos desempeños en cada uno de los bienes considerados. El alza del cemento (12,3% i.a.), de otros materiales de construcción (14,6% i.a.) y de vidrios (10,9% i.a.) se vio impulsada por la ejecución de obras privadas y públicas.

Las industrias metálicas básicas se expandieron 3,1% i.a. en el bimestre al influjo de la sostenida demanda local de la industria automotriz, metalmeccánica, de envases y agroindustrias así como de la internacional, por laminados planos y no planos.

Como ya se comentó más arriba el rubro de automotores ha sido el de mayor crecimiento en el período (30,9% i.a.). Al buen desempeño del mercado interno se agregó ahora el de las exportaciones y se espera que este escenario se mantenga en los próximos meses.

La industria metalmeccánica también presentó variaciones positivas contra el mes anterior en enero (2,6% s.e.) y febrero (6,7% s.e.) e interanual en el bimestre (6,6% i.a.) pero desacelerándose un poco con respecto a las tasas del año previo en el segmento de bienes de capital, dentro de los cuales se incluye la maquinaria agrícola, y con más dinamismo en las relacionadas con la industria automotriz y de bienes de consumo durable. En este sector se ha concretado la apertura de nuevos locales y puestos de venta debido a la creciente demanda. En el marco del intercambio con Brasil continúan las negociaciones para reducir las asimetrías entre ambos que se manifiestan especialmente en este tipo de productos, dada la diferencia de escala. Así, se logró un acuerdo para limitar el ingreso de electrodomésticos del vecino país dejando sin efecto las restricciones a la entrada de televisores con un arancel del 21,5% que regían desde el mes de julio de 2004.

## 6. Sector agropecuario

### 6.1 Situación general

En el cuarto trimestre de 2004 se afirmó la recuperación del nivel de actividad del sector agropecuario que se observó desde el período anterior, si bien ese desempeño no fue suficiente para compensar el retroceso observado en el segundo trimestre del año. Las actividades pecuarias brindaron el mayor impulso a la mejora registrada en el último cuarto del año, aunque también

se verificó una recuperación del sector agrícola. Según la estimación preliminar de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales del INDEC, en el cuarto trimestre del año el valor agregado del sector tuvo un alza del 6,8% i.a.. El resultado anual, en cambio, muestra una disminución de 1% con relación al año anterior.

Las estimaciones preliminares del cuarto trimestre de 2004 muestran comportamientos diversos en las principales actividades agrícolas, pero en las pecuarias se observa una generalizada expansión. En este marco, los Cultivos Agrícolas tuvieron una mejora del 6,5% i.a., mientras que la Cría de Animales subió 8,5%. Por su parte, los Servicios Agrícolas y Pecuarios aumentaron 2,3% y la Silvicultura y Extracción de Madera tuvo un crecimiento de 1,6%.

La señalada disminución anual del 1% con respecto a 2003 fue el resultado de la baja de 6,4% en los Cultivos Agrícolas y de 3,8% en los Servicios Agropecuarios. En tanto, la Cría de Animales y la Silvicultura y Extracción de Madera crecieron 11,4% y 3,7%, respectivamente, contribuyendo a moderar las caídas en la producción vegetal y en los servicios.

La Pesca, por su parte, mostró una baja del 29,8% i.a. en el cuarto trimestre, según las estimaciones de la DNCN basadas en la estadística de desembarcos de la Dirección Nacional de Pesca y Acuicultura de la SAGPyA. Continuó siendo marcada la disminución en las capturas de crustáceos (-76,6% i.a.) y moluscos (-21,2% i.a.), que no pudo ser compensada con los mayores desembarcos de pescados (3,5% i.a.). Así, en 2004 la actividad pesquera se contrajo un 19% con relación al año anterior.

Los precios implícitos en el valor agregado del sector agropecuario tuvieron una caída del 16% i.a. en el cuarto trimestre, motivada, en gran medida, por la marcada disminución del precio de los cereales, especialmente del trigo. El año 2004, no obstante, mostró un alza de los precios implícitos del sector de 13,5%, superior al 9,2% que se estimó para el PIB a precios de mercado. Los precios implícitos de los Cultivos Agrícolas crecieron 22,5%, mientras que los de la Cría de Animales tuvieron una baja de 2%, en ambos casos con respecto al año 2003.

Las previsiones sobre el nivel de actividad agropecuaria para el primer trimestre de 2005, basadas en el comportamiento observado en las actividades de mayor incidencia en dicho período –las producciones de cereales, oleaginosas, ganado vacuno, leche y granja– señalan un fortalecimiento de la recuperación observada en el segundo semestre de 2004. Ello permite augurar un crecimiento importante en el nuevo año, especialmente si se toma en cuenta el pronóstico de una producción récord de cereales y oleaginosas en la campaña 2004/05.

Los precios internos de los principales cereales y oleaginosas continuaron mostrando una tendencia declinante en la última parte de 2004 y enero de 2005, pero empezaron a recuperarse durante febrero y marzo. En el cuarto trimestre de 2004 el precio del trigo observó una baja del 10,2% con relación al tercer trimestre y del 28,2% con respecto al mismo período del año 2003. Por su parte el precio del maíz tuvo una disminución de 9,6% con respecto al tercer trimestre y de 14,2% con relación a igual período de 2003. En el caso de la soja el precio tuvo una baja de 9,1% con respecto al tercer trimestre, mientras que cayó 24,9% en el cálculo interanual. El precio del girasol, en cambio, mejoró 5,8% en el cuarto trimestre con respecto al tercero, pero bajó 4,9% con relación a igual período de 2003.

En parte, estos movimientos estuvieron originados en la baja de los precios de exportación, debido al aumento de la oferta mundial de los principales granos, liderada por las mayores cosechas de trigo, maíz y soja en los Estados Unidos y la Argentina. Ello ayudará a recuperar los stocks finales de estos productos pero, a su vez, contribuirá a mantener los precios por debajo de los niveles del año comercial anterior. También se proyectaba una gran cosecha de soja en Brasil y Paraguay, pero una prolongada sequía está causando un fuerte recorte en la producción de estos dos países. Esta circunstancia ha influido en la recuperación del precio FOB de la soja en puertos argentinos que comenzó a notarse en la segunda quincena de febrero.

Particularmente llamativa fue la marcada disminución del precio FOB del trigo sobre puertos argentinos: entre mayo y diciembre observó una baja de 30,4% (de 161 dólares a 112 dólares por tonelada) mientras que el precio FOB sobre puertos del Golfo de México sólo disminuyó 3,6% (de 167 dólares a 161 dólares por tonelada). Como consecuencia, el beneficio de una producción récord de trigo se ha visto esterilizado, especialmente para los productores que debieron comercializar el cereal durante el período de cosecha, con perjuicio también para el ingreso de divisas y la recaudación fiscal.

En el sector pecuario destaca el notable incremento de la faena de bovinos en 2004, alcanzando su más alto nivel de los últimos 26 años, obteniéndose una producción de carne superior a los 3,1 millones de toneladas que sólo encuentra niveles comparables en la década del '70. Se trata, sin dudas, de un hecho significativo, en particular si se tiene en cuenta que no se aprecian señales de que se esté ingresando en una fase definida de liquidación de existencias.

Con tan elevada oferta, no obstante, los precios del ganado vacuno –promedio nominal de todas las categorías en el Mercado de Liniars– crecieron 5,4% en 2004 con relación al año 2003. En tanto, los precios de la carne al consumidor crecieron 12,7% durante 2004. Pero en el primer trimestre de 2005 las cotizaciones del ganado continuaron en aumento: subieron 13,1% con respecto al primer trimestre de 2004 y 4,2% con relación al trimestre inmediato anterior, generando nuevas alzas de los precios de la carne.

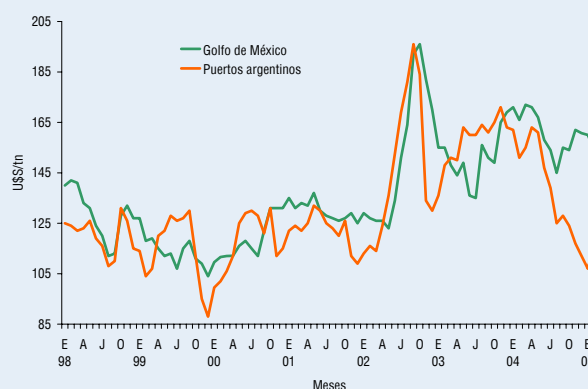
Según información preliminar del INDEC las exportaciones de carne vacuna de 2004 crecieron 78,1% en valor y 77,6% en cantidad. Las exportaciones totales de carnes, menudencias y preparados de todas las especies superaron los 1.200 millones de dólares, con un aumento de 67% con relación a 2003. La cantidad de carne vacuna exportada en 2004 fue la más alta desde 1979. Esta tendencia creciente de las exportaciones se mantiene con firmeza: en el primer bimestre, según información del SENASA, los envíos de carnes al exterior tuvieron un aumento de 43% en cantidad y de 41% en valor con respecto a igual período del año pasado.

Cabe señalar que la posición exportadora del país en materia de carnes se ha visto fortalecida, ya que a mediados de enero de 2005 la Comisión Científica para las Enfermedades de los Animales Terrestres de la Organización Mundial de la Sanidad Animal (OIE) resolvió restituir a la Argentina la condición de país libre de fiebre aftosa con vacunación al norte del paralelo 42°, puesto que toda la zona al sur de esa latitud reviste la condición de libre de fiebre aftosa sin vacunación.

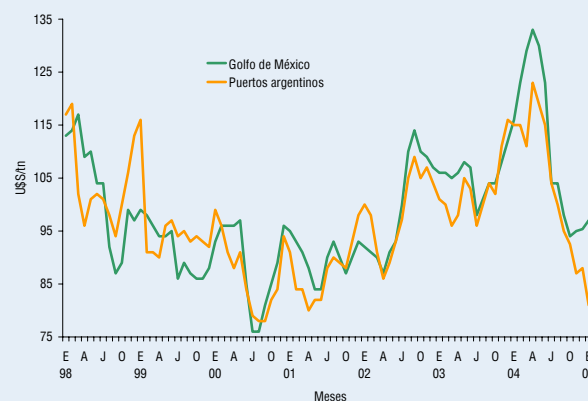
El aumento de las cotizaciones del ganado y su traslado a los precios de la carne son hechos que han motivado preocupación por su consecuente impacto inflacionario. En tal sentido, el marcado dinamismo sectorial basado en el aumento de la demanda de ganado para faena de exportación y la solidez que ha mostrado hasta ahora el consumo interno de carne vacuna, deberá sortear la restricción que establece una oferta limitada de ganado a mediano plazo. Sólo un aumento sostenido de la productividad del rodeo, en términos de obtener un mayor peso promedio de los animales faenados, puede resolver la citada limitación en ese plazo y atenuar la presión de la demanda, y sus consecuencias sobre los precios del ganado y de la carne.

Las últimas estimaciones de la SAGPyA referidas a los resultados físicos de la campaña agrícola 2003/04 señalan que la reduc-

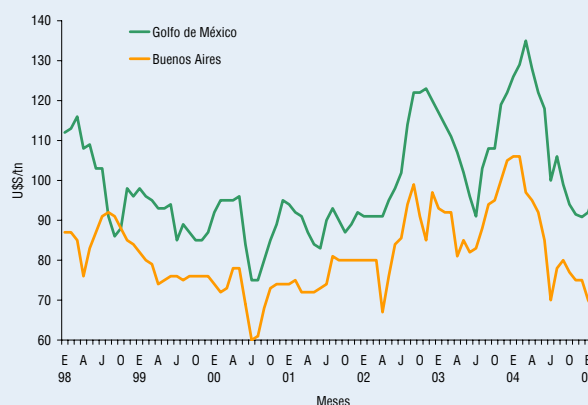
Gráfico 25  
Evolución de los precios del sector agropecuario  
Trigo - Precios FOB



Maíz - Precios FOB



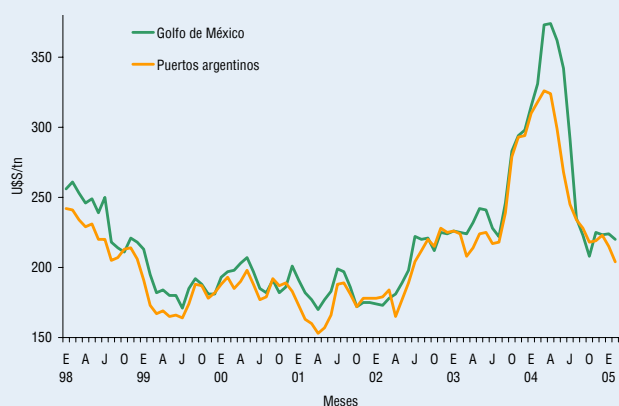
Sorgo Granífero - Precios FOB



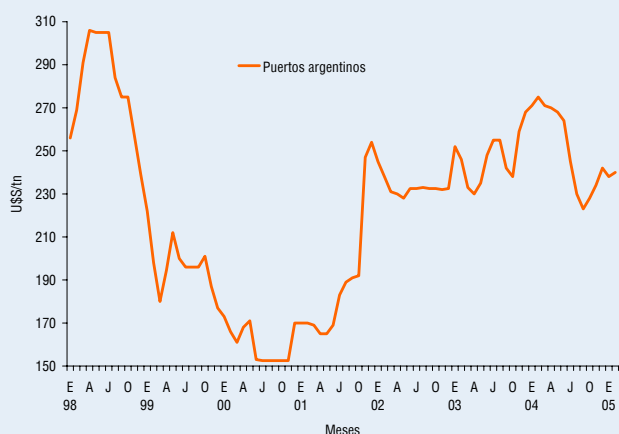
Las últimas estimaciones de la SAGPyA referidas a los resultados físicos de la campaña agrícola 2003/04 señalan que la reduc-

Gráfico 25 Cont.

### Evolución de los precios del sector agropecuario Soja - Precios FOB



### Girasol - Precios FOB



### Precio real del Novillo en Liniers - Índice base 1960=100



ción de la cosecha gruesa –maíz, sorgo granífero, soja y girasol- fue de casi 4,5 millones de toneladas, o sea 8% respecto a la del ciclo anterior. Esto ocurrió a pesar del aumento de la superficie sembrada con estos cultivos de unas 335 mil hectáreas, 1,7% con relación a la campaña pasada. Muchos cultivos no pudieron superar las deficiencias hídricas que se produjeron en diversas zonas de la región pampeana y sus rendimientos fueron afectados. Cabe señalar, sin embargo, una considerable modificación en el cálculo de la cosecha de maíz; en este caso la SAGPyA estima ahora que se recolectaron 15 millones de toneladas, un millón y medio de toneladas más que en la estimación efectuada en diciembre de 2004, con lo cual la cosecha habría disminuido apenas un 0,3%. Otros productos de distintas regiones, como el arroz, el algodón y el tabaco en el NEA, la caña de azúcar en el NOA y la vid en Cuyo, tuvieron un mejor desempeño y mostraron una oferta mayor en la última campaña.

## 6.2 Situación y perspectivas de la producción de granos

Las estimaciones de la SAGPyA correspondientes a la campaña agrícola 2004/05 indican que la superficie cultivada con cereales aumentó 5% con respecto al período anterior. Ese aumento equivale a una superficie de casi 600.000 hectáreas, según los cálculos más recientes de dicha fuente (Cuadro 8).

La superficie cultivada con trigo se incrementó 3,3%, proporción equivalente a 200 mil hectáreas. Por su parte, la producción habría alcanzado a 16 millones de toneladas, 9,9% más alta que la del ciclo anterior. Ello equivale a más de 1,4 millones de toneladas, volumen que será volcado íntegramente a la exportación y ayudará a mitigar la fuerte baja de los precios.

La superficie cultivada con maíz sería 14,5% superior a la del ciclo pasado; esto representa casi 435 mil hectáreas más. En tanto, la producción alcanzaría los 19 millones de toneladas, 26,7% más que en la campaña anterior, y apenas por debajo del récord del ciclo 1997/98.

También se verificaron alzas en la superficie cultivada con arroz y sorgo granífero; las mismas fueron del 3,8% y el 19,1%, respectivamente. Las superficies con avena y cebada cervecera, en cambio, se redujeron 1,8% y 20,7%, respectivamente.



Por su parte, las oleaginosas frenaron levemente la expansión observada en los últimos seis años, ya que la superficie total dedicada a estos cultivos se redujo 1%, proporción equivalente a poco más de 170 mil hectáreas.

La explicación de esa baja obedece enteramente a la disminución de la superficie con soja, que habría caído 2,1% con respecto al área récord de la campaña anterior, es decir, unas 300 mil hectáreas. Sin embargo, si las condiciones climáticas acompañan el buen desarrollo de los cultivos, como viene ocurriendo hasta mediados de febrero, es probable que la producción alcance una magnitud bastante superior a la del año pasado. En este caso la SAGPyA ha estimado que se cosecharían 37 millones de toneladas, con un alza de 17,5% en relación al ciclo anterior, constituyendo un nuevo récord para este producto.

Para el maní se estimó un aumento de 24% en la superficie sembrada, mientras que la de girasol crecería 5,2% y la de lino 28,5%. En cambio, disminuirán las superficies con cártamo y colza, en proporciones de 46,7% y 15,8%, respectivamente.

De tal modo, la superficie total sembrada con cereales y oleaginosas habría crecido 1,5% con respecto a la del ciclo pasado, alcanzando a 28,87 millones de hectáreas, la mayor superficie con dichos cultivos en toda la serie histórica. Si se cumplen los pronósticos que auguran rendimientos unitarios más elevados que en el ciclo anterior, es posible que la producción total de granos alcance o supere las 81 millones de toneladas, una cantidad muy superior al récord de 70,7 millones que se obtuvo en la campaña 2002/03.

### 6.3 Situación de otros cultivos

Las estimaciones disponibles de cultivos extrapampeanos de la campaña 2003/04 señalan que se produjo un aumento significativo en la superficie sembrada con algodón la cual llegó a 265 mil hectáreas, un 67,4% más que la del ciclo anterior. Cabe recordar que ésta había sido la menor siembra de los últimos 70 años. La producción, por su parte, habría alcanzado a 350 mil toneladas, un 73,7% más alta que la del ciclo anterior. Se espera un significativo aumento de las coberturas con algodón en la campaña 2004/05 ya que la SAGPyA ha pronosticado un área sembrada de 400 mil hectáreas o sea 50,9% más. Por su parte, la producción de tabaco fue 28,3% mayor que la del ciclo 2002/03.

La producción de vid para vinificar, según la estimación del Instituto Nacional de Vitivinicultura, creció 14% con respecto al ciclo anterior, con un nuevo aumento en la composición de la uva cosechada de las variedades que permiten elaborar vinos finos.

Se ha estimado también una disminución de 35% en la superficie sembrada con poroto seco. La producción, por su parte, se redujo 29,8 %, con una disminución de 64 mil toneladas. En la campaña 2004/05 se estima una leve recuperación del área sembrada, de alrededor del 7,5%.

En el caso de los cultivos de hortalizas se observan bajas en la producción de ajo y papa, de 2,2% y 3,5%, respectivamente, mientras que se ha elevado la estimación de la cosecha de cebolla, que pasaría a tener un aumento de 3,1% con respecto al ciclo anterior.

### 6.4 Situación de las actividades pecuarias

En el cuarto trimestre de 2004 la oferta registrada de ganado vacuno para faena comercial, expresada en cabezas, creció 7,1% i.a.. Así, durante 2004 la faena registrada alcanzó a 14,3 millones de cabezas, con un aumento de 14,1% con relación al año 2003. Se trata, como ya se ha dicho, del más alto registro histórico desde 1978. La demanda de ganado para exportación creció más del doble que la oferta total, pero también contribuyó la mayor absorción de la demanda interna.

En tanto, el precio real del novillo en Liniers en el cuarto trimestre mostró una disminución de 3,2% i.a. y de 4,2% con relación al tercer trimestre de 2004. En el primer trimestre, la oferta se mantuvo, aunque con oscilaciones pronunciadas, lo cual contribuyó a nuevas alzas en las cotizaciones. Así, se estima que en ese período el precio real habría crecido 3% con relación al cuarto trimestre de 2004.

La faena de ganado porcino que fiscaliza el SENASA continuó su recuperación en 2004, después de la fuerte baja ocurrida en



2003. En el cuarto trimestre, la faena creció 19% i.a.

También continuó recuperándose con firmeza la faena de aves, para la cual se estimó un alza del 17,9% i.a. en el cuarto trimestre de 2004, dejando atrás la profunda contracción ocurrida en 2002 y buena parte de 2003. Las causas de esta recuperación se vinculan tanto con el aumento de la demanda interna como con un importante aumento de las exportaciones de carne aviar, las cuales apuntan a alcanzar su mayor nivel histórico.

Por su parte, la producción de leche de vaca también continuó su tendencia creciente después de casi tres años de retroceso que se interrumpieron recién en el cuarto trimestre de 2003. En el cuarto trimestre de 2004 se estimó un aumento de 11,3% i.a. en la producción total de leche.

## 6.5 Situación de la Pesca

En el último trimestre de 2004 el volumen total de desembarcos de la pesca marítima se redujo 2,2% i.a. En el período, el total de desembarcos informado por la Dirección Nacional de Pesca y Acuicultura de la SAGPyA fue de 202 mil toneladas.

## 7. Comercio y Servicios Públicos

La estimación de las ventas realizadas por los supermercados<sup>(6)</sup> (Encuesta del INDEC) presentó en el año 2004 un aumento de 8,7% y volvió a mostrar otro en enero que alcanzó a 9,9% i.a., ubicándose, no obstante, el índice a valores constantes todavía un 21% por debajo del año base 1997. La variación de la serie desestacionalizada, así como la tendencia ciclo mostraron, a su vez, signos positivos en el último mes (0,4% y 0,6%, respectivamente), como lo viene haciendo durante los dos últimos años. Con respecto a la trayectoria por tipo de artículos, se notó en el año un gran dinamismo en las ventas de electrónicos (56,8%), que incluso superó al índice de alimentos, e indumentaria (43,3%). La evolución positiva del consumo se mantuvo relacionada con la baja inflación, ya que en el año se observó una variación interanual del 1,5% en el índice de precios implícitos de los supermercados, y con la mejora en los ingresos.

En los centros comerciales, las ventas también continuaron expandiéndose en el año (24,1%) y en enero (18,5% i.a.), mes en el cual el índice a valores constantes superó en 13% el del año base. Al igual que en los supermercados, el rubro que mostró mayor dinamismo fue el de los electrodomésticos (76,3%). Contribuye-

Gráfico 26

**Ventas en supermercados a precios constantes**  
Índice original y desestacionalizado. Base 1997 = 100

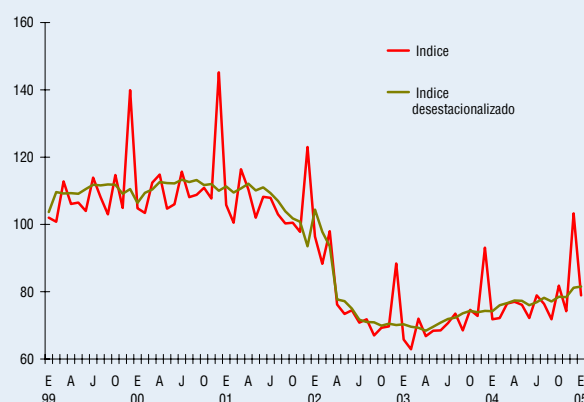
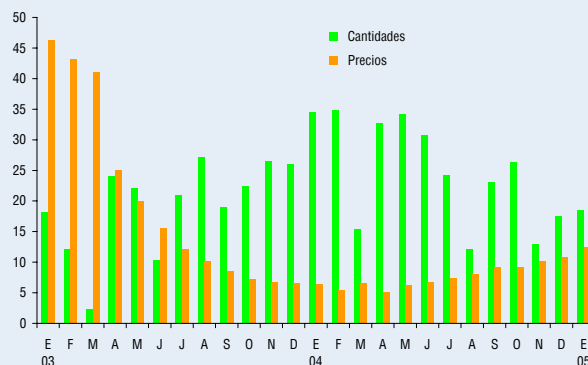


Gráfico 27

**Ventas en centros de compras**  
Variación porcentual con respecto a igual período del año anterior



(6) El INDEC estima el último mes expandiendo los resultados obtenidos en 29 cadenas consultadas que cubren aproximadamente el 97% de las ventas.

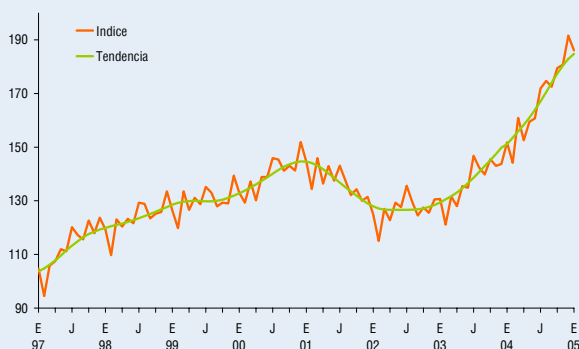
**Cuadro 9**  
**Indicador sintético de servicios públicos**  
**Variaciones porcentuales**

Tipo de servicio	2004/ 2003	Ene 05/Dic 04 (*)	Ene 05/ Ene 04
Indicador sintético de servicios públicos	21,8	0,3	22,6
Electricidad, gas y agua	8,4	0,5	1,7
Transporte de pasajeros	10,6	-1,2	4,6
Transporte de cargas	9,4	0,6	-0,8
Peajes	7,3	-4,2	12,4
Telefonía	36,8	1,5	46,4

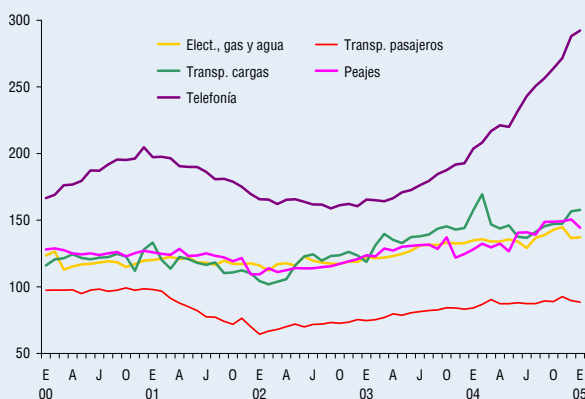
(\*) Variaciones de las series desestacionalizadas

Fuente: INDEC

**Gráfico 28**  
**Indicador Sintético de servicios públicos**  
**Índice y tendencia – Base 1996 = 100**



**Gráfico 29**  
**Indicador Sintético de servicios públicos por bloque**  
**Índices desestacionalizados base 1996=100**



ron a esta evolución el ritmo inflacionario moderado y la implementación de facilidades de pago, principalmente con tarjetas de crédito.

Tras un incremento del 21,8% en 2004, el Indicador Sintético de Servicios Públicos volvió a crecer en enero de 2005, 22,6% i.a. manteniendo la tendencia positiva que viene manifestando desde inicios de 2003. Las series desestacionalizada y de tendencia-ciclo confirman este desempeño con sendas variaciones respecto del mes anterior de 0,3% y 1%, respectivamente, que continúan la evolución creciente que exhiben desde mediados de 2002 y determinan valores máximos de las series.

En los bloques que se presentan en el Cuadro 9 se puede observar el sensible incremento que mostraron durante 2004 y que se mantiene en la mayoría de los sectores en enero. Se destacan en el último mes los incrementos interanuales en telefonía celular y en la carga transportada por el servicio ferroviario y por la aeronavegación, en los peajes y en los pasajeros transportados por el servicio automotor metropolitano. Con respecto a las variaciones desestacionalizadas contra el mes anterior se notaron subas en tres bloques y baja sólo en dos (peajes y transporte de pasajeros).

En los sectores de energía se notó un aumento en la generación de electricidad (6,7%) y una baja en la producción de gas natural (-9,6%). Aumentó también el consumo de agua potable, en la zona de Capital Federal y Gran Buenos Aires atendida por Aguas Argentinas SA (6,9%). El alza en la generación eléctrica, que había acumulado una suba de 7,8% en el año, coincide con el aumento de la demanda interna y de las exportaciones. La misma se abasteció con aportes de la de origen térmico, mientras que la hidráulica se retrajo.

El transporte de pasajeros creció en casi todas las modalidades, con la excepción del transporte ferroviario interurbano, que se redujo 4,1% i.a.. Se observaron alzas en el servicio de transporte automotor metropolitano (8,5% i.a.), en la aeronavegación (7,5% i.a.) los subterráneos (4,4% i.a.) y en los ferrocarriles urbanos (1,6% i.a.), verificándose crecimientos casi generalizados en las distintas líneas de ómnibus y subtes. Con relación a la carga transportada se observó una importante alza en la cantidad de toneladas acarreadas por el sistema ferroviario (25,8% i.a.) y en el tonelaje trasladado por las compañías aéreas (23,2% i.a.).

También creció la circulación de automotores medida por los peajes en las rutas nacionales (10,2% i.a.) y en los de la Provincia de Buenos Aires (9,9% i.a.), así como en los peajes de acceso a la Ciudad de Buenos Aires, (9,6% i.a.) y a la Ciudad de Córdoba (8,4% i.a.) por la mayor afluencia de todo tipo de vehículos.

El servicio telefónico se mantiene en expansión, en particular el celular. En cuanto al básico, la cantidad de líneas en servicio aumentó 3,8% i.a. y las instaladas lo hicieron en 0,6%, observándose un aumento en las llamadas interurbanas (13,5% i.a.) y una baja en las urbanas (-9,4% i.a.). También aumentó el número de teléfonos públicos (12% i.a.), y siguió acelerándose el incremento de celulares (74,1% i.a.), que con 14.052 miles de aparatos supera en un 74,4% a la cantidad de líneas en servicio del sistema básico.

### **Apartado: La crisis y cambios en los precios relativos. Una aclaración sobre las comparaciones apresuradas**

Desde el segundo trimestre de 1998 y hasta el primer trimestre de 2002 la economía argentina soportó la crisis más profunda y prolongada de la cual se tenga registro. A partir del segundo trimestre de 2002, y luego de un semestre de "normalización", comenzó una vigorosa etapa de recuperación económica que ha continuado de manera ininterrumpida hasta el presente.

En la actualidad, para evaluar la marcha del proceso de recuperación, resulta inevitable realizar comparaciones entre la situación económica previa al desenlace de la crisis -por ejemplo, el pico del nivel de actividad del año 1998- y la situación actual. Sin embargo, estas comparaciones, en principio atinadas, deben tomarse con extrema precaución, particularmente cuando se trata de variables agregadas estimadas a precios constantes, como el Producto Interno Bruto (PIB) o la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF), medidos a precios de 1993 según el actual año base de nuestras cuentas nacionales.

Esto es así debido al notable cambio ocurrido entre los precios relativos que prevalecieron en los años 90' y los actuales. Una de las enseñanzas más importantes del dramático final de la Convertibilidad es que los precios relativos de aquellos años no eran consistentes con un esquema macroeconómico sustentable. Más allá de la determinación precisa de la magnitud del desalineamiento en los precios relativos de bienes y servicios factoriales acumulado durante el transcurso de los años 90', lo cierto es que resultaría desaconsejable, e indeseable, intentar volver a aquellos precios relativos. Como corolario de lo anterior, resulta extremadamente riesgoso extraer conclusiones definitivas acerca del proceso económico actualmente en curso a partir de comparaciones realizadas sobre la base de las actuales cuentas nacionales en valores constantes.

A modo de ejemplo, cabe citar la notable evolución post-crisis del PIB, que en su primera fase tuvo como elemento dinamizador al mencionado cambio de precios relativos, el cual permitió que los sectores productores de los llamados bienes transables internacionalmente (exportadores o sustitutos de importaciones) liderasen la recuperación. Particularmente en el año 2003 estos sectores, que en las cuentas a precios de 1993 tienen una ponderación relativamente baja, crecieron mucho más que el resto de los sectores de la economía, básicamente servicios, que con ese año base tienen una ponderación relativamente alta.

#### **Las nuevas cuentas nacionales y el Censo Económico**

Siguiendo con el ejemplo anterior, y de forma de cuantificar la magnitud de estas diferencias, ocasionadas por la variación de los precios relativos, resulta interesante comparar la ponderación para el año 2003 entre los mencionados sectores a precios constantes y a precios corrientes. Por ejemplo, la industria pesaba 16% a precios constantes y 22% a precios corrientes en 2003 (Ver Cuadro Ap.1).

El INDEC desarrollará a lo largo de 2005 un proceso de rediseño de las Cuentas Nacionales tomando como 2003 como año base. Ya desde mediados de abril comenzó a realizarse el trabajo de campo correspondiente al Censo Nacional Económico 2004-2005, con el fin de relevar la actividad económica y financiera del país, con

lo que se actualizarán los datos recogidos en el Censo anterior, que data del año 1994.

Teniendo en cuenta las consideraciones anteriores es muy probable que las cuentas nacionales con año base 2003 arrojen como resultado, para los últimos años, un crecimiento del PIB superior al registrado a precios de 1993. Algo similar es muy probable que ocurra con otros agregados macroeconómicos como la inversión. Por eso es que las comparaciones que actualmente se están realizando seguramente deberán ser corregidas a partir de los datos de las cuentas nacionales que se publicarán con el nuevo año base, los que probablemente muestren un crecimiento aún mayor para el período de recuperación. De confirmarse estas presunciones, los términos del debate sobre el comienzo y el fin de las etapas de recuperación y crecimiento deberán ser reconsiderados.

### Ponderación de los sectores dentro del PIB en el año 2003

En % del total

	A precios de 1993	A precios corrientes
PRODUCTORES DE BIENES	32,0%	43,0%
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	6,0%	9,9%
Industria Manufacturera	16,4%	22,5%
Construcción	4,4%	3,1%
Otros	5,2%	7,5%
PRODUCTORES DE SERVICIOS	62,9%	51,0%
Impuestos	5,2%	6,0%

*Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de datos de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales del INDEC*

# Empleo e Ingresos

- El crecimiento del empleo registrado acompañó, durante el año 2004, la evolución de la actividad económica.
- Simultáneamente, se redujo la desocupación, habiendo alcanzado en el cuarto trimestre al 11,8% de la población económicamente activa urbana.
- Excluyendo los planes de empleo y los subocupados, se generaron en el total urbano 857 mil puestos de trabajo.
- En el sector privado se observó una creciente participación de los asalariados registrados.
- Los salarios reales privados se incrementaron y los públicos retrocedieron. Entre los privados resultaron más favorecidos los sectores que en el año 2003 percibían remuneraciones de menor cuantía.
- Los ingresos familiares mejoraron su distribución, lo cual fue fruto del incremento del empleo y la mejora relativa de los salarios .
- La mejora de ingresos familiares se tradujo en la reducción de la población urbana indigente y pobre.

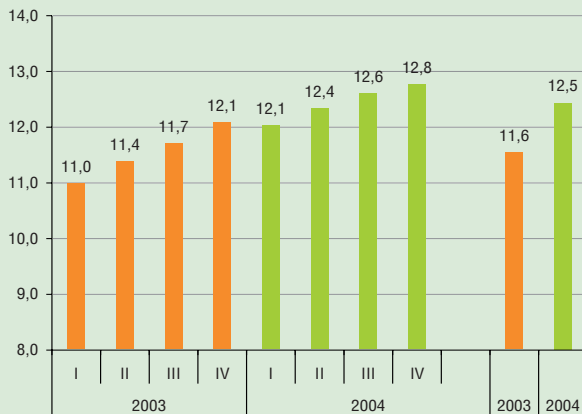


## EMPLEO E INGRESOS

Como consecuencia del aumento del nivel de actividad económica, el empleo registró un importante crecimiento durante el año 2004, cualquiera sea la fuente utilizada para medirlo.

En la composición del crecimiento del empleo se verificó una mayor participación de los asalariados registrados. Según el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, los puestos de trabajo declarados han crecido en mayor proporción en los sectores productores de bienes.

Gráfico 1  
**Empleo urbano sin planes**  
En miles de personas



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información del INDEC

La Encuesta Permanente de Hogares (EPH) registró, además, una significativa caída del desempleo y de la subocupación.

Por su parte, el mayor empleo se dio de la mano de un crecimiento de los salarios reales en el sector privado, mientras que los salarios pagados en el sector público perdieron capacidad de compra.

El incremento de salarios declarados en el ámbito privado ha sido diferencial por sector favoreciendo a aquellos que, en el año 2003, tenían menores niveles salariales. La recuperación registrada se debe, principalmente, a la política de ingresos implementada por el Gobierno Nacional.

El crecimiento del empleo y de los salarios trajo como consecuencia un aumento de los ingresos familiares reales que se tradujo en una mejora relativa en la distribución.

Esta mejora relativa se reflejó en la reducción de los niveles de pobreza e indigencia aún cuando se redujo la cantidad de subsidios otorgados por el Plan Jefas y Jefes de Hogar Desocupados y se incrementó el costo de las canastas básicas.

### I. El empleo en el año 2004

Las mediciones a través de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) realizadas durante el año 2004 por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) revelaron, respecto de los registros verificados en el año 2003 y para el conjunto de aglomerados urbanos, una significativa reducción de la desocupación conjuntamente con un importante aumento del empleo. En el mismo período se observó también una caída del subempleo, tanto el total como el demandante<sup>1</sup> (Cuadro 1).

Tal como se observa en el Gráfico 2, las tasas de desocupación y de subocupación demandante se han ido reduciendo desde comienzos del año 2003. En promedios anuales la primera de ellas cayó 3,4 puntos porcentuales (p.p.), al pasar de 17,3% en 2003 a 13,6% en 2004 para el total de aglomerados del país. El último dato relevado, correspondiente al cuarto trimestre de 2004, finalizó con un 12,1%.

Para una mejor apreciación de lo ocurrido en materia de empleo, se presentan a continuación cálculos alternativos de su tasa: a) la tasa de empleo total, que incluye a todos los ocupados; b) la tasa de empleo sin planes, que excluye a aquellos ocupados que acceden a empleos que el Estado, en sus distintas jurisdicciones, subsidia a través de planes específicos; y c) la tasa de "empleo pleno sin planes", que excluye tanto a los empleos subsidiados como al resto de los subocupados horarios. Tal como se presenta en el Gráfico 3, ha sido el empleo pleno sin planes el que más ha crecido desde principios de 2003.

En el total de aglomerados relevados por la EPH se han generado 554 mil puestos en el último año. A su vez, el empleo sin considerar los planes se ha incrementado en 632 mil ocupados, y el empleo pleno sin planes ha crecido en 679 mil ocupados.

<sup>1</sup> Las inundaciones producidas en Santa Fe durante el mes de abril del 2003 impidieron el relevamiento de información. Por tal motivo en la comparación se ha excluido, en el período correspondiente, el aglomerado Gran Santa Fe en el año 2004.

En el último año el empleo privado se ha incrementado, en los aglomerados EPH, en 619 mil ocupados. Respecto de dicho sector, en los Gráficos 4a y 4b se puede observar la composición del empleo generado en 2004 por sector de actividad y por categoría de inserción laboral.

Respecto del nivel de empleo del año 2003, los mayores crecimientos se observaron en las actividades de hoteles y restaurantes (31,7% i.a.) y de construcción (21,5% i.a.).

El dato más relevante ha sido que un 45,5% del empleo adicional fue explicado por los asalariados registrados, implicando un incremento del 12,9% i.a. de esa categoría.

Tal aumento ha sido consistente con el registrado por otras fuentes de información:

- En la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL)<sup>2</sup> se registró un incremento del 6,8% i.a. en el conjunto de ciudades en la que se efectúan relevamientos.
- En el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP)<sup>3</sup> el incremento de puestos declarados por el sector privado ha sido del 11,6% i.a. en todo el país.

Según las declaraciones juradas presentadas ante la AFIP, durante el año 2004 el sector privado ha incrementado el número de puestos en 443 mil respecto del año 2003. El incremento de puestos de trabajo se ha observado en todos los sectores de actividad, ya sean productores de bienes o de servicios privados, tal como se observa en el Cuadro 2.

Los sectores productores de bienes crecieron en 185 mil puestos, de los cuales 95 mil corresponden a industria y 57 mil a construcción. En términos relativos también se observó un incremento importante en Explotación de Minas y Canteras.

Entre los sectores industriales, en términos de variaciones interanuales ha sido importante el

2 Elaborada en la Dirección General de Estudios y Formulación de Políticas de Empleo del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social.

3 Deriva de procesamientos especiales de las declaraciones juradas que instituciones públicas y privadas presentan mensualmente ante la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP). En ellas, cada empleador declara al personal en relación de dependencia a fin de comprometer el pago de los aportes y contribuciones a la seguridad social. La falta de cobertura afecta básicamente al empleo público, el cual, según los resultados del Censo 2001, alcanzaría a unos 2.320 mil ocupados, mientras que a través del SIJP sólo se registran unos 700 mil.

**CUADRO 1**  
**Evolución de los principales indicadores laborales**  
**Tasas para los Aglomerados EPH**

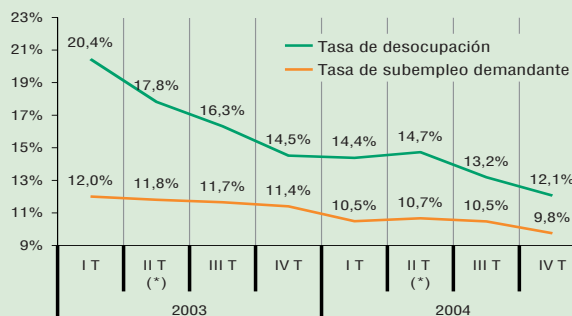
Tasas generales	2003	2004
<b>Actividad (1)</b>		
Total aglomerados	45,6%	45,9%
Gran Buenos Aires	47,8%	48,2%
Aglomerados del interior	43,1%	43,3%
<b>Empleo (1)</b>		
Total aglomerados	37,8%	39,7%
Gran Buenos Aires	39,0%	41,2%
Aglomerados del interior	36,3%	37,9%
<b>Desocupación (2)</b>		
Total aglomerados	17,3%	13,6%
Gran Buenos Aires	18,4%	14,4%
Aglomerados del interior	15,8%	12,5%
<b>Subocupación demandante (2)</b>		
Total aglomerados	11,7%	10,3%
Gran Buenos Aires	12,3%	10,8%
Aglomerados del interior	10,9%	9,8%
<b>Subocupación no demandante (2)</b>		
Total aglomerados	5,4%	4,8%
Gran Buenos Aires	5,9%	5,8%

(1) En % de población total.

(2) En % de población económicamente activa.

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.

**GRÁFICO 2**  
**Evolución de las tasas de desocupación y de subempleo demandante**  
**Agglomerados EPH**

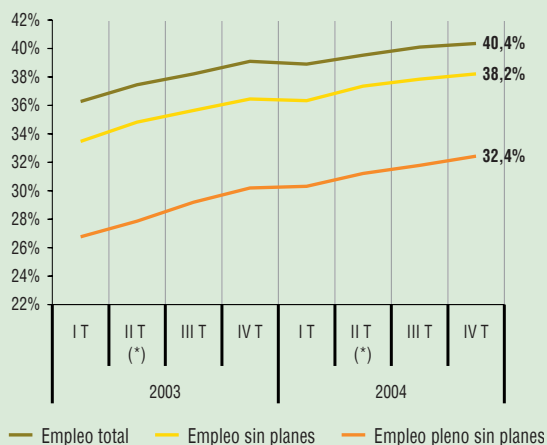


\*) Sin Gran Santa Fe.

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.



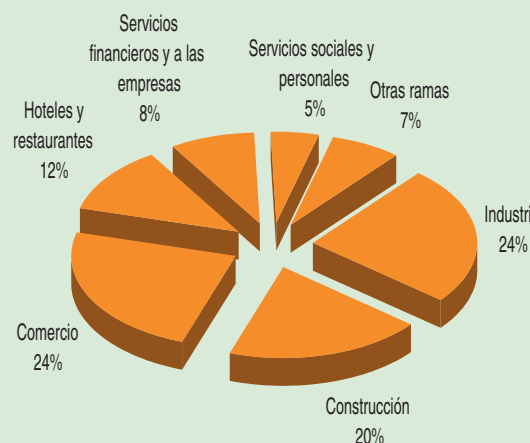
**GRÁFICO 3**  
**Evolución de las tasas de empleo**  
**Aglomerados EPH**  
 En % de la población total



(\*) Sin Gran Santa Fe.

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.

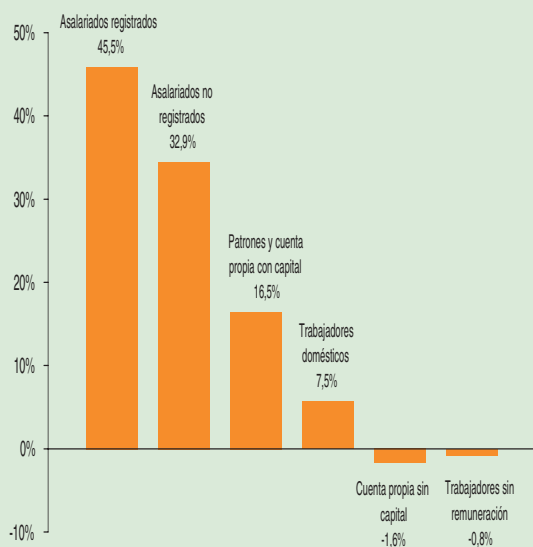
**GRÁFICO 4a**  
**Contribución relativa al crecimiento del**  
**empleo en el sector privado en 2004**  
**según sector de actividad**  
 Aglomerados EPH



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.

incremento en metálicas básicas y material de transporte. Sin embargo, más del 60% del aumento de puestos industriales se concentra en alimentos, textiles, productos metálicos y maquinarias y equipo.

**GRÁFICO 4b**  
**Contribución relativa al crecimiento del**  
**empleo en el sector privado en 2004**  
**según categoría de inserción laboral**  
 Aglomerados EPH



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC.

El 58% de los puestos adicionales de los sectores productores de servicios privados se concentraron en comercio y en los servicios a las empresas. Aún cuando el nivel haya sido menor, es destacable el incremento del 13,7% i.a. en Hoteles y Restaurantes.

Cabe señalar que, incluyendo las jurisdicciones en las que los empleados públicos forman parte del sistema nacional<sup>4</sup>, el SIJP registró para el año 2004 un promedio mensual de 5.063.812 puestos de trabajo, lo que equivale a un crecimiento del 10,6% i.a.

Las diferencias entre la EIL<sup>5</sup> y el SIJP son de cobertura geográfica<sup>6</sup>, de tamaño de los establecimientos<sup>7</sup> y de sectores de actividad cubiertos. La información disponible del SIJP permite el tratamiento de las mismas ramas. A partir

4 Ante la ausencia de datos referidos al sector público provincial en dos meses del año 2004, se estimaron a partir de información del mes más cercano.

5 Para profundizar aspectos metodológicos de la EIL puede consultarse en Internet, en la dirección <http://www.trabajo.gov.ar/left/estadisticas/eil/informacion.htm>.

de las restricciones de la comparación, cuando las variaciones del SIJP son mayores a las de EIL se presume que las empresas de menor tamaño o las áreas geográficas adicionales estarían registrando movimientos relativamente mayores que empresas y/o ciudades de mayor tamaño.

En el Gráfico 5 se comparan las tasas de crecimiento relativo por sector de actividad entre el total de aglomerados de la EIL y el SIJP acotado por áreas geográficas y sector de actividad.

La discrepancia más notable se registró en Construcción, sector en el que la EIL computó un crecimiento del 12,2% i.a. y el SIJP uno del 35,1% i.a.

Por último, a efectos de apreciar el grado de “elasticidad empleo declarado-producto”, se analiza la comparación interanual entre las variaciones del empleo declarado (SIJP acotado) y las estimaciones del PIB.

En la mayor parte de los sectores se observaron incrementos de puestos por encima del PIB, es decir, una elasticidad mayor a la unidad. Estos resultados podrían explicarse por el aumento de la formalización o “blanqueo” de personal, ya sea por acción directa del Ministerio de Trabajo a través de las inspecciones o por decisión voluntaria de las empresas ante la necesidad de obtener créditos para ampliar su producción (Gráfico 6).

En términos generales, los sectores productores de bienes tuvieron variaciones mayores, tanto en el PIB como en el empleo registrado, que los sectores productores de servicios. Esta diferencia ha sido de menor magnitud en el PIB. Cabe enfatizar el comportamiento evidenciado por las actividades primarias (Agricultura, Pesca y Explotación de Minas y Canteras), ya que a pesar de que el PIB decreció 1,2% i.a., los puestos de trabajo declarados tuvieron un crecimiento de 10,7% i.a.

6 El SIJP se aproxima a la definición de aglomerados de la EIL a través de las “zonas geográficas”. Es así como un primer factor de diferencia está en la inclusión o no de áreas que son consideradas por dicha encuesta. El Gran Buenos Aires se compone por las zonas, definidas en el SIJP, como Capital Federal y Gran Buenos Aires. Para comparar el Gran Rosario se utiliza la zona del SIJP denominada “Resto de Santa Fe”. El Gran Córdoba y el Gran Mendoza se asimilan a las zonas del SIJP del mismo nombre.

7 La información disponible del SIJP no permite discriminar a los contribuyentes por tamaño. Es decir que incluye a los que declaran menos de 10 empleados, en tanto que el universo de la EIL los excluye.

## CUADRO 2

### Evolución de los puestos de trabajo PRIVADOS declarados por sector de actividad económica Año 2004 - Variación interanual

Actividad económica de la empresa contribuyente	Puestos de trabajo declarados
<b>SECTORES PRODUCTORES DE BIENES</b>	14,0%
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	9,9%
Pesca y Servicios Conexos	6,1%
Explotación de Minas y Canteras	19,0%
Industrias Manufactureras	11,7%
Alimentos, bebidas y tabaco	7,8%
Textiles y cuero	13,9%
Madera, papel, imprenta y editoriales	11,3%
Derivados del petróleo y Químicos	7,8%
Metálicas básicas y productos metálicos	17,9%
Material de transporte	18,0%
Maquinarias y equipos	16,8%
Otras industrias	16,2%
Suministro de Electricidad, Gas y Agua	3,1%
Construcción	35,0%
<b>SECTORES DE PRODUCTORES DE SERVICIOS PRIVADOS</b>	10,3%
Comercio mayorista y minorista y Reparaciones	13,3%
Hoteles y Restaurantes	13,7%
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	7,6%
Intermediación Financiera	4,2%

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información proveniente del SIJP, AFIP

## CUADRO 3

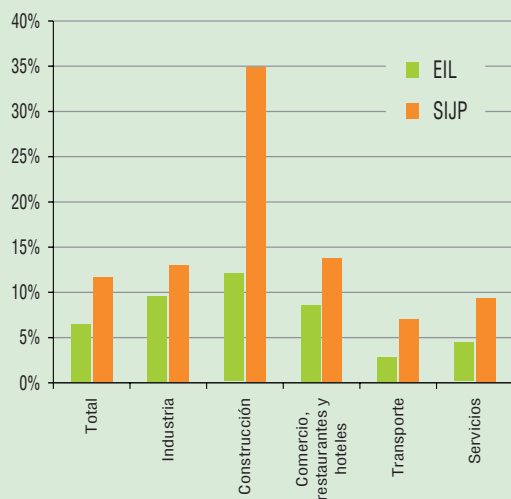
### Evolución de los puestos de trabajo declarados (\*) Total del sistema

Sector de Actividad de la Empresa contribuyente	Puestos de trabajo (en miles)		Variación %
	2003	2004	
<b>SECTORES PRODUCTORES DE BIENES</b>	1.327	1.513	14,0
<b>SECTORES DE PRODUCTORES DE SERVICIOS</b>	3.203	3.498	9,2
SIN ESPECIFICAR	47	53	10,7
<b>TOTAL DEL SISTEMA</b>	4.578	5.064	10,6

(\*) Datos provisorios

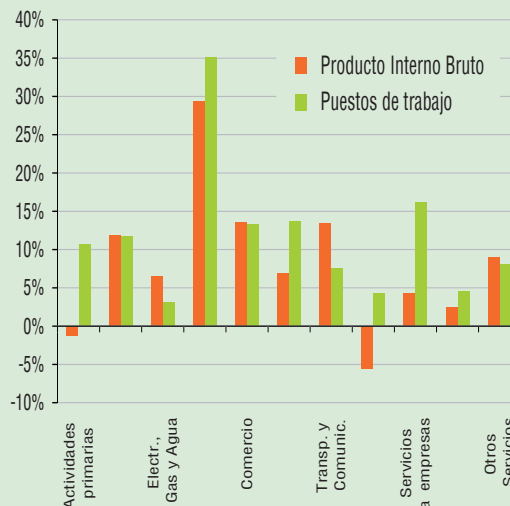
Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información proveniente del SIJP.

**GRÁFICO 5**  
**Puestos de trabajo por sector de actividad - EIL y SIJP**  
**Año 2004 - Variación interanual**



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información proveniente del SIJP, AFIP y de la EIL, Ministerio de Trabajo.

**GRÁFICO 6**  
**Variación interanual de Producto Bruto Interno y Puestos declarados**  
**Año 2004 - Por sectores**



Fuente: Dirección Nacional de Coordinación de Políticas Macroeconómicas sobre la base de información proveniente de AFIP y del INDEC

La industria manufacturera registró una variación de 11,9% i.a. en el PIB en 2004, mientras que los puestos de trabajo registrados crecieron en un porcentaje similar, 11,7%. Los tres factores que estarían explicando este comportamiento del empleo son: el crecimiento derivado de las actividad en construcción (Otras industrias); la sustitución de importaciones (Alimentos, textiles y cuero), y las mejores condiciones de la industria para exportar sus productos (Industrias metálicas básicas).

En la construcción se registraron aumentos del PIB y del empleo registrado del 29,4% i.a. y 35% i.a., respectivamente. Desde el PIB, resulta consistente con el aumento de los permisos de edificación y con el aumento de la demanda aparente de insu- mos, mientras que desde los puestos podría agregarse un cierto nivel de blanqueo y el inicio de algunos proyectos de inversión pública concesionados.

En comercio, el empleo registrado y el PIB subieron en igual magnitud: 13,3% i.a. y 13,5% respectivamente. En hoteles y restaurantes los puestos de trabajo se incrementaron más que el PIB. En ambos sectores es muy probable que haya incidido tanto la mayor actividad en turismo, que justificaría el incremento del PIB y de una parte de los puestos declarados, como los controles que se focalizaron en estos sectores en cuanto al registro de trabajadores.

En transporte, almacenamiento y comunicaciones el crecimiento del PIB fue mayor que el del empleo registrado, resultando una elasticidad de 0,57.

La actividad financiera continuó su caída iniciada en la crisis del 2002. Sin embargo, el empleo ha crecido 4,2% i.a.

En las actividades relacionadas con los servicios a las empresas, el incremento de los puestos de trabajo es casi cuatro veces mayor que el del PIB (16,1% y 4,3% i.a., respectivamente).

En servicios sociales el crecimiento del empleo superó al del PIB, y podría explicarse por el comportamiento diferencial de las jurisdicciones que no han transferido sus cajas de jubilaciones (ver nota 3, anterior).

En las otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales, el crecimiento del PIB es mayor que el del empleo registrado. El cómputo del servicio doméstico en el PIB podría explicar la discrepancia.

## APARTADO 1 EMPLEO INDUSTRIAL

El objetivo del presente apartado es comparar resultados de distintas fuentes que brindan información sobre el nivel de empleo del sector industrial.

FUENTES	COBERTURA	EMPLEO
Encuesta Industrial Mensual EIM	Muestra de 3000 locales	Más de 10 obreros ocupados Personal asalariado, jornalizado o mensualizado, afectado al proceso productivo con categoría no superior a supervisor
	Cobertura nacional	
Encuesta de Indicadores Laborales EIL	Muestra de 373 empresas registradas en el SIJP	10 o más trabajadores
	Gran Buenos Aires, Gran Córdoba, Gran Rosario y Gran Mendoza	Todo el personal que trabaja bajo cualquier forma de contratación, a tiempo completo o parcial
Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones SIJP	Registro de las declaraciones juradas presentadas por las empresas contribuyentes	Total del personal asalariado declarado
	Cobertura nacional	
Encuesta Permanente de Hogares EPH	Relevamiento continuo en centros urbanos del país a 25.000 hogares por trimestre	Empleo total: asalariado y no asalariado; formal e informal.

Cabe señalar que los resultados de la EIL resultan de ponderar por la participación del empleo industrial en cada uno de los aglomerados con el fin de obtener un indicador del agregado de ciudades.

La variación en el nivel de empleo supera el 9% en todas las fuentes, siendo la menor la registrada por la EIL y la mayor, la de EPH.

La EPH abarca todas las modalidades del empleo industrial, incluyendo las actividades desarrolladas por cuenta propia, empleando o no asalariados. Cabe señalar que el incremento de asalariados registrados superó al promedio, ubicándose en 20,6%, en tanto que los asalariados no registrados aumentaron 13,6%.

	Variaciones interanuales			
	EIM	EIL	SIJP	EPH
2004	2004	2004	2004	2004
	10,20%	9,80%	11,70%	13,70%

La variación de la EIM supera la de la EIL para el mismo período. La diferencia puede tener origen en la cobertura geográfica y/o en el personal considerado, es decir que podría estar evidenciando un crecimiento mayor en las ciudades de menor tamaño y/o en las categorías laborales vinculadas más directamente al proceso productivo.

La variación de la EIM ha sido inferior a la del SIJP, lo cual puede estar originado en crecimiento diferencial en establecimientos de menor tamaño y/o en el personal no considerado en la encuesta industrial.

En cuanto a la relación entre el empleo industrial registrado en el SIJP y el de la EIL, las diferencias están relacionadas con las coberturas geográficas y de tamaño de los establecimientos. El mayor registro del SIJP indicaría que se habría verificado un incremento superior en zonas no cubiertas por la EIL y/o en establecimientos de menor número de ocupados.

Cabe señalar que la comparación efectuada en el Gran Córdoba dio como resultado una mayor variación en la EIL. Probablemente los establecimientos industriales de mayor tamaño, principalmente vinculados con la industria automotriz, hayan tenido un crecimiento más dinámico en relación con otros de menor tamaño.

GRAFICO 7

### Salarios nominales en 2004 Variación interanual



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC y de AFIP.

## 2. Salarios

En esta sección se analiza la evolución, nominal y real, de distintos salarios de la economía. Para ello se utilizan diversas fuentes de información que por sus características no permiten ser agregadas para obtener un indicador general:

- Los salarios declarados privados se obtienen del SIJP<sup>8</sup>;
- Los salarios privados no registrados proceden de la EPH y corresponde a los aglomerados por ella relevados<sup>9</sup>;
- Los salarios públicos obtenidos del Índice Salarial del INDEC.

En el último año, en promedio, los salarios declarados han crecido en el sector privado un 14,6% i.a.<sup>10</sup>, los no registrados un 11,3% i.a. y los públicos 3,2% i.a., con diferencias entre trimestres (Gráfico 7).

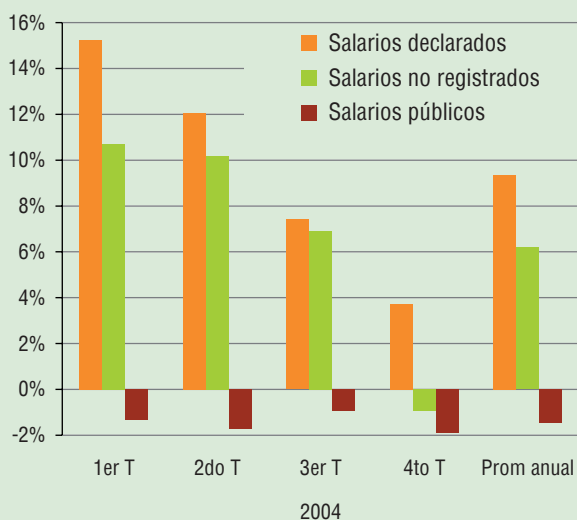
Una parte de este incremento puede atribuirse a la intervención del gobierno nacional en materia salarial. En este período se registraron cambios en el carácter remunerativo de las sumas fijas otorgadas desde julio de 2002, un importante aumento en el salario mínimo y el otorgamiento de \$ 50 no remunerativos a partir de enero de 2004<sup>11</sup>.

Es muy probable que se haya producido un achatamiento de la pirámide salarial, en virtud del distinto impacto que tanto los aumentos de suma fija como la modificación del salario mínimo deberían tener en los salarios más altos y más bajos de la economía.

Por otra parte, cabe destacar que aportaron a la recomposición salarial tanto la recuperación de la economía como los aumentos en la productividad y el crecimiento del empleo.

GRAFICO 8

### Salarios reales en 2004 Variación interanual



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC y de AFIP.

8 Los componentes salariales que se incluyen en la remuneración total del SIJP pueden consultarse en el Informe Económico N° 16, al cual puede accederse desde la dirección <http://www.mecon.gov.ar/peconomica/informe/antecedentes.htm>.

9 Se definen como asalariados no registrados del sector privado a aquéllos a quienes no se les efectúa descuento jubilatorio ni realizan aportes a la seguridad social. No incluyen trabajadores domésticos y sólo se computaron los pagos habituales. Se efectuó un ajuste por valores extremos recortando el 5% inferior y el 2% superior.

10 En el total del SIJP la remuneración promedio mensual fue de \$ 1.237, incrementándose 14,5% i.a.

11 En el Apartado 2 al final del Capítulo pueden consultarse las distintas medidas aplicadas.

En términos reales, los resultados varían notablemente, tal como se observa en el Gráfico 8. Ajustados por el IPC, los salarios declarados crecieron 9,4% i.a., y los no registrados lo hicieron en 6,2%. Los salarios públicos sufrieron una caída del 1,5% i.a.

A partir del tercer trimestre se observa un cierto debilitamiento en la tendencia a la recuperación del salario real registrada desde principios de 2003, cuya causa podría deberse a las crecientes variaciones positivas observadas en los niveles de precios a partir de julio de 2004.

Las variaciones del salario real no han sido homogéneas en cada categoría. En los asalariados declarados se han observado importantes diferencias en la recuperación salarial por sector de actividad económica (Gráfico 9).

Tanto los incrementos por suma fijas no remunerativas, los cambios a carácter retributivo de los montos asignados anteriormente y la elevación del salario mínimo han tenido impactos diferenciales por sector de actividad. Esas diferencias se asocian, principalmente, con los niveles bajos y medios de retribución y con la intensidad en utilización de horas extras. Por lo tanto, en los sectores en los que predominan remuneraciones más elevadas, el impacto ha sido notablemente menor.

Entre los salarios declarados se destaca el incremento registrado en términos reales en los sectores primarios y en comercio. En estos sectores, tradicionalmente, se observan los menores niveles de remuneraciones, y por ello los efectos de la política de ingresos implementada desde el gobierno nacional podrían haber sido más decisivos.

Las diferencias observadas entre las distintas ramas industriales (Gráfico 10) se sustentan, básicamente, en los motivos anteriormente mencionados.

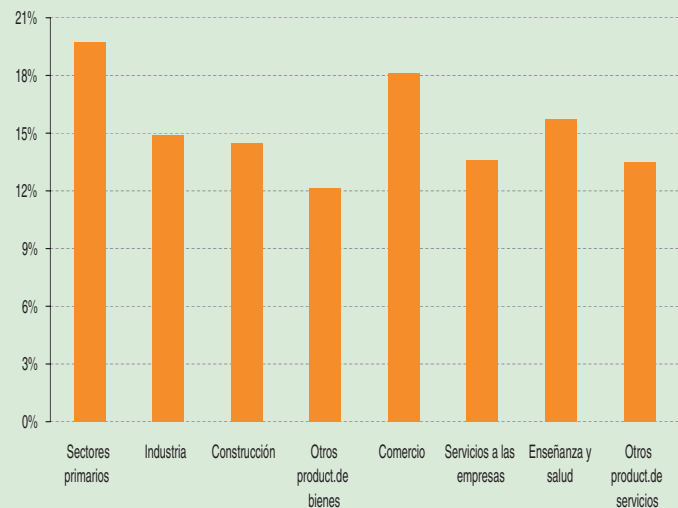
Por tal razón, entre los sectores industriales se observa una relación inversa entre los niveles salariales y la recuperación observada.

Entre los asalariados no registrados se reconocieron diferencias por sector de actividad, por nivel de calificación y por tamaño de establecimiento<sup>12</sup> (Gráfico 10).

GRAFICO 9

### Salarios reales declarados por sector de actividad en 2004

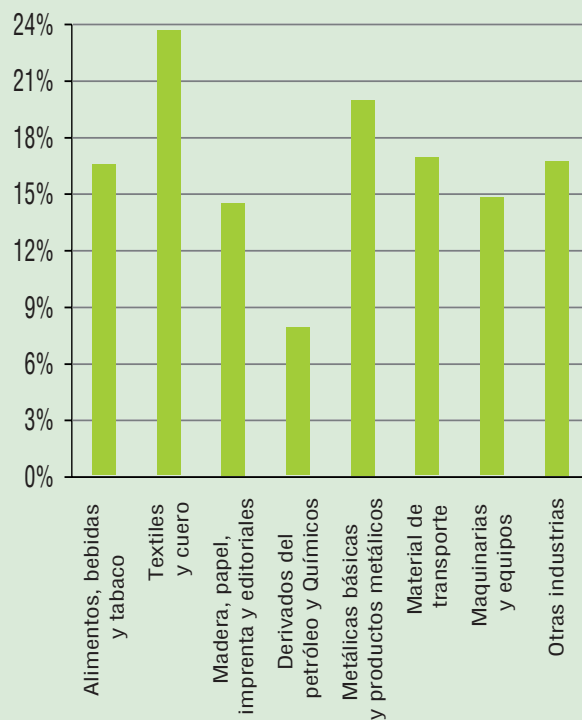
#### Variación interanual



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC y de AFIP.

GRAFICO 10

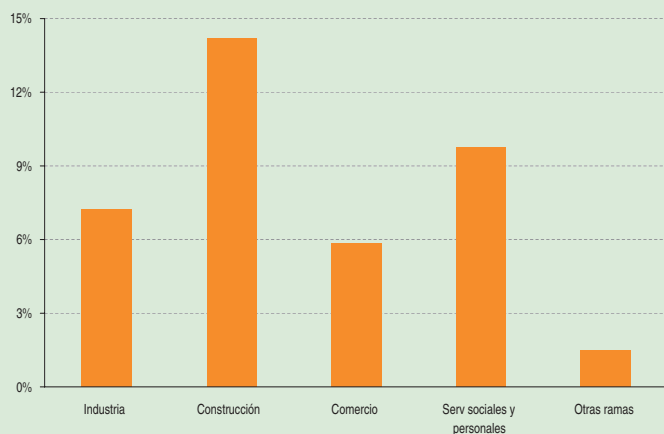
### Salarios reales declarados en distintos sectores industriales año 2004



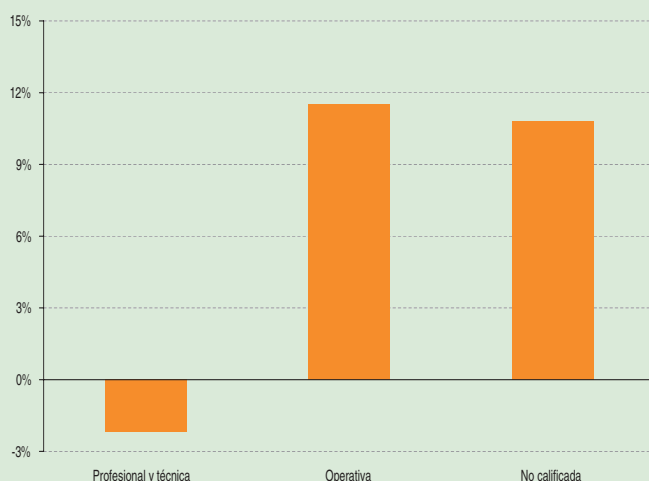
Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC y de AFIP.

## GRAFICO 11 Salarios reales no registrados en 2004 Variación interanual

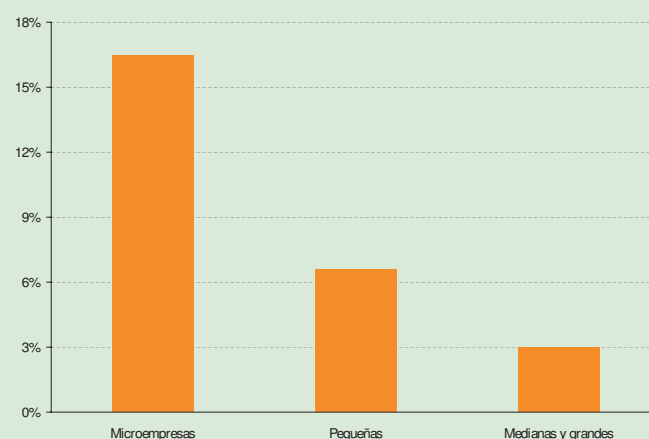
Por sector de actividad económica



Por nivel de calificación



Por tamaño del establecimiento



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información de INDEC y de AFIP.

Las actividades de la construcción y de los servicios sociales y personales fueron las que tuvieron una recuperación superior al promedio. Los asalariados en tareas de calificación operativa y no calificadas también superaron el 6,2% del conjunto de asalariados no registrados. Los establecimientos más pequeños registraron la mayor recuperación relativa.

Las características observadas indicarían que han sido los salarios más bajos los que tuvieron una mayor recuperación.

### 3. Distribución del ingreso

Las mediciones que se presentan en esta sección están definidas a partir de la distribución de los hogares ordenados por ingreso per cápita familiar. Han sido estimadas para el total urbano<sup>13</sup>, incluyendo los hogares sin ingresos monetarios y utilizando los promedios calculados a partir del ingreso per cápita medio por hogar. Debido a la extensión al total urbano, se medirá la distribución en quintiles que permita acceder a resultados más consistentes.

#### 3.1 Hogares sin ingresos monetarios

El cambio de metodología en la EPH permitió la captación de formas de empleo que no eran adecuadamente registradas anteriormente. Como se ha señalado, ese empleo presenta características asociadas a niveles más bajos de ingresos: menor carga horaria, de menor calificación, con formas más precarias de inserción laboral.

La inclusión de los hogares sin ingresos produce diferencias adicionales respecto de los resultados obtenidos por la metodología puntual en la EPH (Cuadro 4). A modo de ejemplo se presenta la proporción de hogares sin ingresos registrados en el período más aproximado en el que se efectuaron ambos relevamientos.

Esta diferencia implica una reducción de los ingresos medios en los tramos más bajos de la distribución. Dado que cada decil agrupa el 10% de los hogares, en la metodología puntual, uno de cada diez hogares del primer decil no poseía ingresos; en cambio, en la metodología continua fueron más de tres de cada diez.

Es por ello que la comparación lineal entre las

<sup>12</sup> Se definieron tres tamaños: microempresas de hasta 5 ocupados, pequeñas entre 6 y 40 ocupados y medianas y grandes de más de 40 ocupados.

<sup>13</sup> El "resto urbano" ha sido estimado a través del ajuste de población del conjunto de aglomerados del interior de la EPH.

distribuciones de ingresos surgidas de las distintas metodologías puede traducirse en una interpretación equivocada.

Por otra parte, la exclusión de los hogares sin ingresos monetarios no permite, por ejemplo, evaluar el impacto de medidas de políticas focalizadas en esa población. Con el fin de ejemplificar, se presenta la diferencia entre las distribuciones de ingresos correspondientes a la metodología puntual en mayo y octubre del año 2002, período en el cual se implementa el Plan Jefas y Jefes de Hogar Desocupados<sup>14</sup>.

Aún cuando, en cada período, los indicadores presentados en el Cuadro 5 empeoran notablemente cuando se incorporan los hogares sin ingresos monetarios, la evolución entre ambas fechas permite observar el impacto positivo que produjo la implementación del Plan Jefes.

Cabe señalar que en mayo de 2002 el 3,7% de los hogares no tenían ingresos monetarios, y que en octubre de 2002 dicho porcentaje se reducía al 1,6%.

### 3.2 Ingreso medio per cápita de los hogares

Existe una discrepancia no menor entre dos formas de determinar el ingreso per cápita por tramo de ingresos (deciles o quintiles) que influye en las relaciones que se pretenden establecer.

Al generarse los tramos de ingresos con igual número de hogares en cada uno de ellos, quedan determinados tanto la población que habita en ellos como los montos de ingreso per cápita familiar y total familiar que corresponden a esos hogares.

Si la generación de los tramos utilizó como ordenador el ingreso per cápita familiar, el ingreso medio que caracteriza al tramo será el obtenido del cociente entre el monto de ingresos per cápita y el número de hogares. Sin embargo, algunos utilizan el cociente entre el monto de ingreso total familiar y el número de personas que habitan en los hogares del tramo.

Habitualmente se supone que ambas formas de medición producen el mismo resultado.

Tal como se presenta en el ejemplo del Cuadro 6, los ingresos medios difieren, y lo hacen más aún las relaciones. La explicación de esta diferencia es que en los quintiles extremos de la distribución el tamaño de los hogares no es homogéneo.

#### CUADRO 4

#### Porcentaje de hogares sin ingresos monetarios Puntual (mayo 2003) y Continua 2° Trimestre 2003

	Puntual	Continua
<b>Total urbano</b>	1,3%	3,3%
<b>Gran Buenos Aires</b>	0,9%	3,5%

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de

#### CUADRO 5

#### Indicadores de distribución según cómputo de hogares sin ingresos monetarios Metodología puntual

Indicadores de distribución según cómputo		Mayo 2002	Octubre 2002	Variación oct 02 / may 02
<b>Sin computar</b>	Ingreso medio nominal	\$ 287	\$ 294	2,6%
	Relación ingreso Quintil 5 / Quintil 1	18,9	16,8	-2,1
	Coefficiente de Gini	52,0%	50,9%	-1,2 pp.
<b>Computando</b>	Ingreso medio nominal	\$ 276	\$ 290	4,8%
	Relación ingreso Quintil 5 / Quintil 1	25,7	18,9	-6,8
	Coefficiente de Gini	53,8%	51,6%	-2,2 pp.

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información del INDEC

<sup>14</sup> Según datos de la Secretaría de Hacienda, en ese período los beneficiarios del programa ascendieron de 1.079.365 en mayo de 2002 a 1.734.774 en octubre del mismo año.



## CUADRO 6

Ejemplo de cálculo del ingreso medio per cápita  
4° trimestre de 2003

	Ingreso per cápita por hogar	Ingreso familiar por habitante
Ingreso medio total de hogares	\$ 365	\$ 281
Ingreso medio quintil 1	\$ 54	\$ 56
Ingreso medio quintil 5	\$ 1.011	\$ 951
Relación ingreso Quintil 5 / Quintil 1	18,7	17,0

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información del INDEC

## CUADRO 7

Indicadores de distribución y su variación interanual  
Metodología continua, valores promedios de 2003 y 2004

Indicadores de distribución	Año 2003	Año 2004	Variación I.a.
Ingreso medio nominal	\$ 341,8	\$ 398,0	16,5%
Ingreso medio real (en \$ dic 2001)	\$ 235,9	\$ 262,2	11,1%
Relación de ingresos quintil 5 / Quintil 1	23,2	18,0	-5,2
Coefficiente de Gini	53,5%	51,3%	-2,2 pp

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información del INDEC

## CUADRO 8

Indicadores laborales y su variación  
interanual según quintil  
Metodología continua, promedios  
de 2003 y 2004

Indicadores laborales	Variación interanual		
	Promedio	Quintil 1	Quintil 5
Tasa de desocupación	-3,5 pp.	-5,9 pp.	-1,6 pp.
Tasa de empleo sin planes	2,1 pp.	2,1 pp.	3,5 pp.
Tasa de empleo pleno sin planes	2,5 pp.	2,8 pp.	3,2 pp.

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información del INDEC

3.3 La evolución de la distribución  
en el año 2004

Los indicadores con los que se observó la distribución del ingreso durante el año 2004 han sido la evolución del ingreso medio de los hogares (nominal y real), las relaciones de ingreso entre los extremos de la distribución (quintil 5/quintil 1) y el coeficiente de Gini.

Tal como se presenta en el Cuadro 7, los indicadores de distribución han evolucionado favorablemente durante el año 2004. Este mejoramiento de los indicadores presentados se produjo en el marco de la expansión del nivel de actividad, que para el año 2004 muestra una variación interanual positiva del 9%.

Tal como se señalara anteriormente, los indicadores laborales que más contribuyeron al mejoramiento relativo de la distribución del ingreso han sido:

- La reducción de la tasa de desempleo, que en el total urbano se ubicó en el año 2004 en un 13,3%, cuando en el año 2003 había sido de 16,8%.
- El incremento de la tasa de empleo sin planes subsidiados, que pasó de 34,6% en 2003 a 36,7% en 2004.
- El incremento aún mayor de la tasa de "empleo pleno sin planes", que en 2004 se ubicó en 33,5%, en tanto que en 2003 había sido del 31,0%.

También resultan destacables las mejoras de ingresos impulsadas por el Gobierno Nacional (ver Apartado 2), aunque también debe tenerse en cuenta, en contrapartida, la baja del 11,5% de la cantidad de beneficios otorgados a través del Plan Jefas y Jefes de Hogar Desocupados.

Tal como se observa en el Cuadro 8, el impacto de los cambios en el mercado de trabajo fue más intenso entre los trabajadores pertenecientes a hogares que se ubican en los tramos más bajos de ingresos. Aún cuando la variación del ingreso medio de la ocupación principal en los hogares más pobres ha sido relevante, cabe destacar que se tratan de ingresos de muy bajo monto y que, probablemente, reflejen incrementos en el número de horas trabajadas.

De lo anterior se puede concluir que en el año 2004 la recuperación económica, el crecimiento del empleo y la política activa de mejoramiento de los ingresos de la población fueron causas importantes para producir mejoras en la distribución del ingreso.

Es de esperar que con el crecimiento sostenido de la economía, en especial de la inversión, se sigan produciendo aumentos en el nivel y la calidad del empleo. De esta forma se podría consolidar la recuperación del poder adquisitivo de los salarios y mejorar la distribución del ingreso.

## 4. Pobreza e indigencia

A partir del año 2003, momento en que se implementa la metodología continua en el relevamiento de la EPH, las mediciones de pobreza e indigencia son publicadas por el

INDEC con periodicidad semestral<sup>15</sup>.

A partir de los resultados informados, se estima para el total urbano nacional<sup>16</sup> la proporción de población pobre y, dentro de ella, la que se encuentra en situación de indigencia.

La población urbana pobre ascendía en el año 2003 a 17.250.000 personas, lo que equivalía al 51,6% de la población urbana del país. En el año 2004 se produce una reducción importante que, sin embargo, mantiene en esa situación a 14.584.000 habitantes urbanos (43,0% de la población) (Gráfico 12).

En la población pobre se incluye a aquellos que no alcanzaron a cubrir las necesidades alimentarias básicas, o sea aquellos que conforman la población indigente.

En el año 2003 la población urbana indigente ascendía a 8.240.000 personas, cifra que equivalía al 24,6% de la población urbana nacional. En 2004 se registró una mejora relativa de este indicador, alcanzando al 16,5% de la población, es decir 5.608.000 personas (Gráfico 13).

El método aplicado para extender las cifras proporcionadas por el INDEC al total urbano resulta en porcentajes de población pobre e indigente superiores a los informados para los aglomerados relevados por la EPH, ya que la incidencia de ambos fenómenos entre la población de los aglomerados del interior del país supera a la del Gran Buenos Aires.

Aún cuando los niveles del año 2004 continúan siendo altos, resulta importante encontrar explicaciones para la reducción relativa observada. Los dos elementos más significativos<sup>17</sup> en la medición son el costo de las canastas básicas y el nivel de los ingresos familiares.

El costo de las canastas básicas, alimentaria y total, ha observado un incremento durante el período. Las canastas adquieren diferentes niveles según la región geográfica, sin embargo las variaciones mensuales se obtienen a través de los cambios observados en la valorización correspondiente a la región Gran Buenos Aires.

Tal como se observa en el Gráfico 14, ambos componentes de la canasta básica total se ha incrementado un 2,2% en el promedio anual.

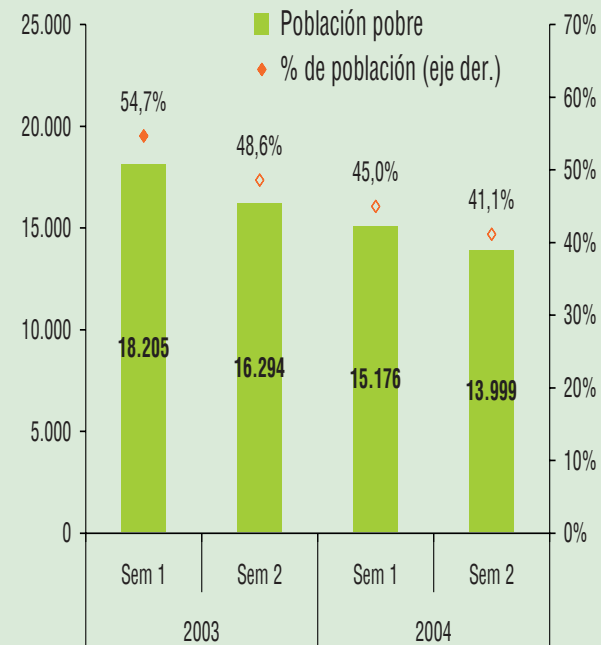
Los ingresos familiares, que han sido analizados en la sección III, se han incrementado en términos reales. Esas mejoras relativas se han registrado a pesar de la evolución decreciente de los beneficiarios del Plan Jefas y Jefes de Hogar Desocupados a lo largo de todo el período analizado (Gráfico 15).

Es así como, aún cuando se observó una disminución de los subsidios del Plan Jefas y un incremento del costo de las canastas, la pobreza y la indigencia disminuyeron por efecto del incremento de los ingresos de los hogares debido al aumento del empleo y la mejora relativa de las remuneraciones.

Por último, resulta importante reconocer los distintos niveles de costo que, en cada región, enfrentaron los hogares en diciembre de 2004. En el Gráfico 16 se ha tomado como ejemplo a una familia definida como "hogar de cuatro miembros, constituido por un jefe varón de 35 años, su esposa de 31 años, un hijo de 5 y una hija de 8 años"... "el hogar suma 3,09 unidades de referencia o adultos equivalentes"<sup>18</sup>.

GRAFICO 12

### Evolución semestral de la población urbana pobre



Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información del INDEC

15 La información referida a los aglomerados EPH puede consultarse en la página web del Ministerio, en la dirección <http://www.mecon.gov.ar/peconomica/basehome/infoeco.html>, Capítulo Empleo e Ingresos, Cuadro A3.3 (c).

16 El "resto urbano" no relevado por EPH se supone con porcentajes similares al promedio de aglomerados del interior de la EPH.

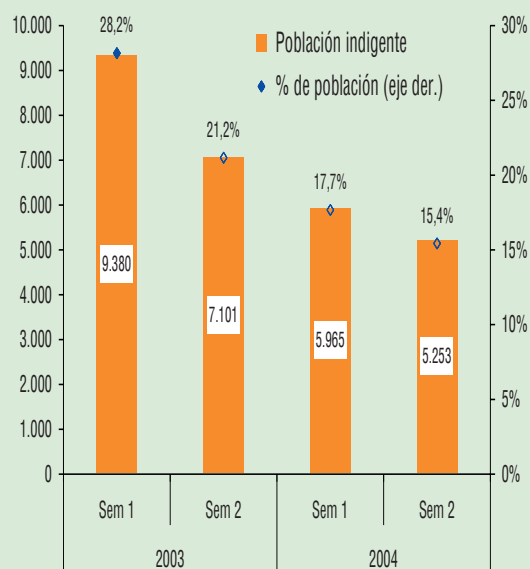
17 La composición y tamaño de los hogares también intervienen en las mediciones.

18 Información de Prensa, 7 diciembre de 2004, INDEC.

GRAFICO 13

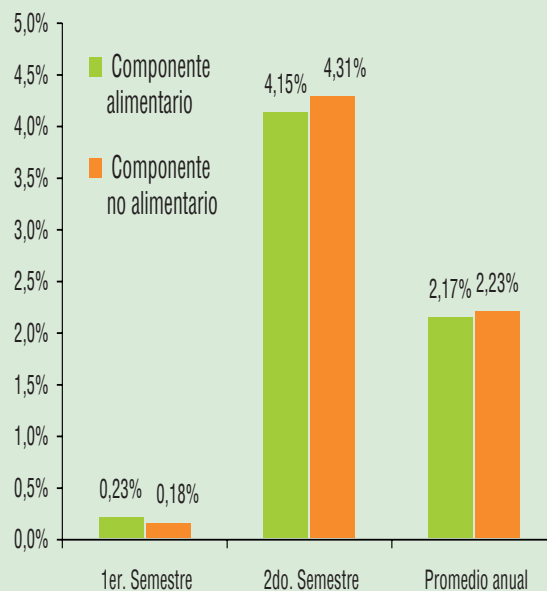
**Evolución semestral de la población urbana indigente**

En miles de personas y en % de la población urbana total



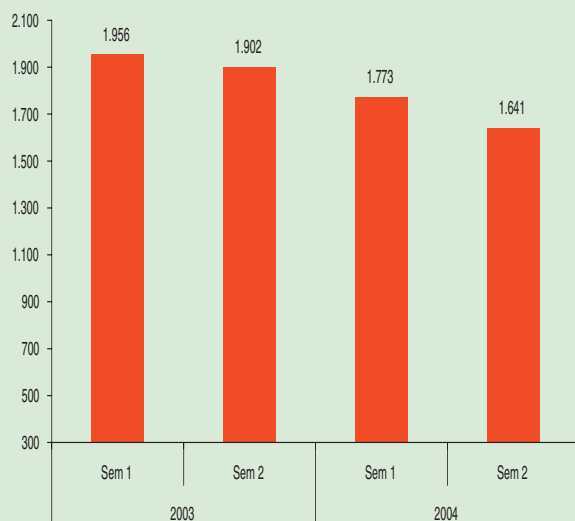
Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica

GRÁFICO 14

**Componentes alimentario y no alimentario de la canasta básica total**  
Año 2004 variación interanual

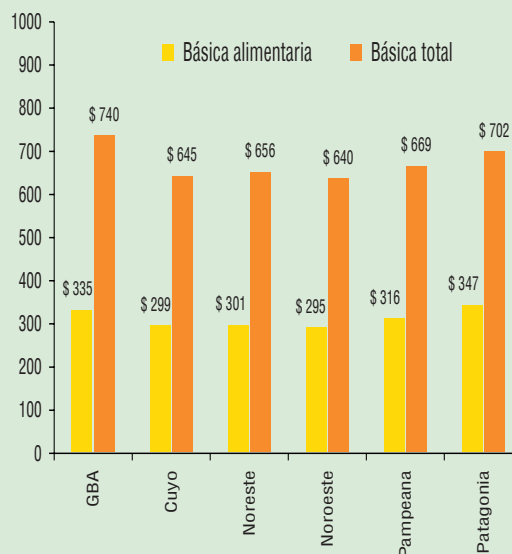
Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información del INDEC.

GRÁFICO 15

**Evolución de los beneficiarios del Plan Jefas y Jefes de Hogar Desocupados**  
En miles

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información del Ministerio de Trabajo.

GRÁFICO 16

**Canasta básica alimentaria y total de una familia con iguales características en cada región**  
En \$ diciembre de 2004

Fuente: Dirección Nacional de Programación Macroeconómica sobre la base de información del INDEC.

## Apartado 2

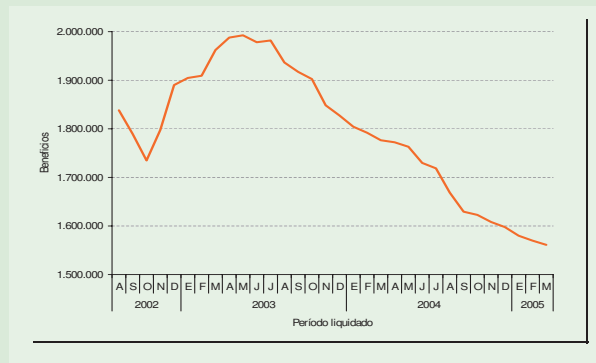
### Política de ingresos implementada desde 2002

A continuación se enumeran las medidas adoptadas por el Gobierno Nacional a efectos de mantener una política de ingresos que procure recuperar el nivel de ingreso real de los trabajadores activos y pasivos en un marco de estabilidad y una recuperación económica sostenida.

#### Plan Jefas y Jefes de Hogar Desocupados (Plan Jefes)

A través del Dec. 565/2002 se fija un monto de \$150 a partir de mayo 2002. El Plan Jefes absorbió, durante el año 2002, los montos del presupuesto asignados a planes de empleo nacionales.

“Destinado a jefas/as de hogar con hijos de hasta DIECIOCHO (18) años de edad, o discapacitados de cualquier edad, y a hogares en los que la jefa de hogar o la cónyuge, concubina o cohabitante del jefe de hogar se hallare en estado de gravidez, todos ellos desocupados y que residan en forma permanente en el país.”...”Podrá hacerse extensivo a desocupados jóvenes y a mayores de SESENTA (60) años que no hubieran accedido a una prestación previsional.”



#### Beneficios del Plan Jefes – Total País

En los primeros tres meses de implementación, el promedio de beneficios otorgados ha sido de 1.370.000. En el Gráfico adjunto se puede observar la evolución de beneficiarios a partir de agosto de 2002.

#### Jubilaciones y pensiones

Medidas	Vigencia	Norma
Mínima a \$ 220	Jul 2003	Dec. 391/2003
Mínima a \$ 240	Ene 2004	Dec. 1194/2003
Mínima a \$ 260	Jun 2004	Dec. 683/2004
Mínima a \$ 308	Sep 2004	Dec. 1199/2004
Suplemento 10% en jubilaciones hasta \$ 1.000	Sep 2004	Dec. 1199/2004

#### Salario mínimo, vital y móvil

Medidas	Vigencia	Norma
\$ 250	Jul 2003	Dec. 388/2003
+\$ 10 por mes	Ago a Dic 2003	Dec. 388/2003
\$ 350	Ene 2004	Dec. 1349/2004
En agosto de 2004 se constituye el Consejo Nacional del empleo, la Productividad y el Salario Mínimo, Vital y Móvil		
\$ 450	Sep 2004	Resolución 2/2004

### Sumas fijas trabajadores del sector privado

Medidas	Vigencia	Norma
\$ 100	Jul a Dic 2002	Dec. 1273/2002
\$ 130	Ene y Feb 2003	Dec. 2641/2002
\$ 150	Mar y Abr 2003	Dec. 2641/2002
\$ 200	May y Jun 2003	Dec. 905/2003
Incorporación al salario básico	Desde Julio 2003	Dec. 392/2003
\$ 50	Ene 2004	Dec. 1347/2003
\$ 100	Ene 2005	Dec. 2005/2004
Incorporación al salario básico e incremento a \$60 del monto otorgado en enero de 2004	Abr 2005	Dec. 2005/2004

### Sumas fijas trabajadores de la Administración Pública Nacional

Medidas	Vigencia	Norma
\$ 150 a salarios hasta \$ 1.000	Jun 2004	Dec. 682/2004
\$ 100 a salarios hasta \$ 1.250	Ene 2005	Dec. 1993/2005

### Reducción de aportes personales

Medidas	Vigencia	Norma
6% por un año	Nov 2001	Dec. 1387/2001
Prórroga y cronograma	Feb 2003	Dec. 2203/2002
Prórroga del 4% por un año	Jul 2003	Dec. 390/2003
Prórroga del 4% por un año	Jul 2004	Dec. 809/2004

### Asignaciones familiares

A través del Decreto 1691/2004 que rige desde octubre de 2004, se incrementaron en un 50% el monto de las asignaciones por hijo, prenatal y por hijo con discapacidad y se modificó el tope máximo que permite la percepción del beneficio.

### Sumas otorgadas por única vez

Medidas	Vigencia	Norma
\$ 50 al Plan Jefes	Dic 2003	Dec. 1185/2003
\$ 200 a jubilados y pensionados	Dic 2004	Dec. 1670/2004
\$ 75 al Plan Jefes y al Programa de Atención a Grupos Vulnerables	Dic 2004	Dec. 1668/2004

# Finanzas Públicas

- El año 2004 se constituyó como marca histórica en cuanto a solidez fiscal: el resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero alcanzó un superávit de 3,9% del PIB.
- Los ingresos impositivos alcanzaron en 2004 un nivel equivalente al 22% del PIB, un 36% más respecto de 2003.
- Las erogaciones realizadas en 2004 se mantuvieron en línea con el presupuesto establecido. Los gastos primarios, excluyendo las transferencias a las provincias en concepto de coparticipación, se han mantenido en torno al 14% del PIB desde 2002.
- En el primer trimestre de 2005 se llevó a cabo el proceso de reestructuración de la deuda en situación irregular. El resultado final de la operatoria significó la aceptación del 76,15% del total de los propietarios de deuda elegible.
- La magnitud y el perfil de la deuda pública han vuelto a niveles manejables. Los servicios de intereses, que representaban el 38% de las exportaciones y el 70% de las reservas internacionales en 2001, pasan a hacerlo por el 9% y 15%, respectivamente. Por otro lado, la deuda en pesos pasó del 3% a aproximadamente el 37% de la deuda pública.



## 1. Introducción

El año 2004 ha sido excepcional en términos fiscales, a tal punto que el superávit del Sector Público Nacional no Financiero (SPNNF)<sup>(1)</sup> registró un récord histórico al alcanzar un nivel de 3,9% del PIB. Tal desempeño tuvo lugar como consecuencia, una vez más, de una muy favorable evolución en los ingresos –fundamentalmente los recursos tributarios- y de un gasto público que se ha mantenido relativamente estable en términos del PIB.

Se consolida así una tendencia que se verifica desde 2002, cuando la gestión que asumió la cartera económica se autoimpuso la generación de superávit primarios permanentes como mecanismo para combatir el elevado nivel de endeudamiento alcanzado en la década anterior y facilitar a la vez una solución definitiva para el pasivo en situación irregular.

Asimismo el superávit del Sector Público actúa como una vía complementaria a las adoptadas por el Banco Central para sostener un tipo de cambio competitivo y realista. Además contribuye a facilitar el desarrollo de la política monetaria, en el sentido de que le da mayor libertad al Banco Central para orientar las herramientas con las que cuenta en su objetivo de preservar el valor de la moneda, toda vez que lo desliga de cubrir déficit públicos vía expansión de base monetaria. En la práctica, el sector público ha sido un factor de contracción de la base monetaria durante 2004 (ver capítulo de Dinero).

Las proyecciones reflejadas en la Ley de Presupuesto de 2005 enviada al Congreso muestran que la solvencia fiscal se mantendrá en 2005, previéndose un superávit primario del orden del 3% del PIB que permitirá hacer frente a los nuevos compromisos asumidos como consecuencia de la reestructuración de la deuda pública en situación irregular que acaba de finalizar exitosamente.

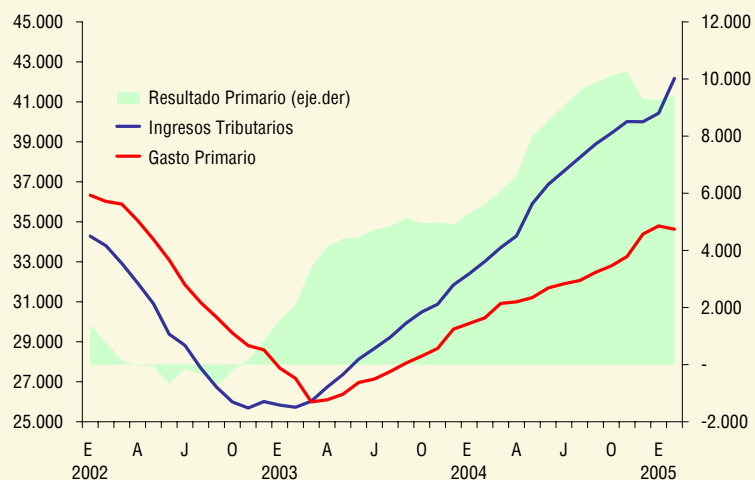
La evolución de las cuentas públicas durante los primeros dos meses de 2005 da cuenta de que el cuadro fiscal continúa mostrando vigor, con lo cual confirma que las pautas establecidas en el Presupuesto Nacional están en vías de ser cumplidas.

En efecto, en los primeros dos meses del año el superávit primario del SPNNF mostró un superávit de \$ 3.032,4 millones, contra un proyectado anual de \$ 14.200 millones. De ese modo, se logró en apenas un bimestre el 21% del saldo estipulado para todo el año, lo cual cobra mayor relieve si se tiene en cuenta la estacionalidad de los ingresos fiscales en dicho período. Nuevamente la recaudación tributaria fue el eje de ese buen resultado, al presentar un incremento del 26% i.a.

La favorable situación fiscal actual ha sido consecuencia directa de la concurrencia de un continuo incremento año tras año de los ingresos fiscales, más un gasto público bajo control. Estos hechos se evidencian en el Gráfico 2.

Desde 2002 hasta el presente los ingresos del SPNNF en términos nominales han crecido a un ritmo del 35% anual en promedio, muy por encima del 23% que mostró la tasa de crecimiento de los gastos primarios. En términos del PIB los ingresos crecieron 4,5 puntos porcentuales (p.p.) respecto de 2002 y 2 p.p. con relación a 2003, alcanzando un nivel de 18,3%. En cambio los gastos primarios, con un 14,4% del PIB en

Gráfico 1  
**Cuentas Fiscales del SPNNF**  
En millones de pesos de diciembre de 2001 - Acumulado 12 meses



(1) El Sector Público Nacional No Financiero (SPNNF) está conformado por la Administración Pública Nacional y las Empresas Públicas y otros entes públicos no incluidos en el Presupuesto Nacional como los Fondos Fiduciarios y la AFIP.



2004, subieron apenas 0,4 p.p. respecto de 2003 y 0,8 p.p. con relación a 2002.

En el Gráfico 3 se observa también cómo el superávit fiscal primario crece en forma acelerada desde 2002 hasta llegar a \$ 17.360 millones (3,9% del PIB) en 2004, sobrepasando en más de \$ 7.300 millones de pesos la meta prevista en su momento con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para ese año.

La recaudación impositiva, de hecho la principal fuente de ingresos de la Nación, alcanzó en 2004 el 23% del PIB, lo cual representa un nuevo pico histórico. En términos de la evolución de los precios internos la conclusión es similar, tal cual se aprecia en el Gráfico 4, que muestra además la evolución de la recaudación a precios de 2001, utilizando como deflactor el índice de precios combinado, que es un promedio simple del índice de precios al consumidor (IPC) y del índice de precios internos mayoristas (IPIM).

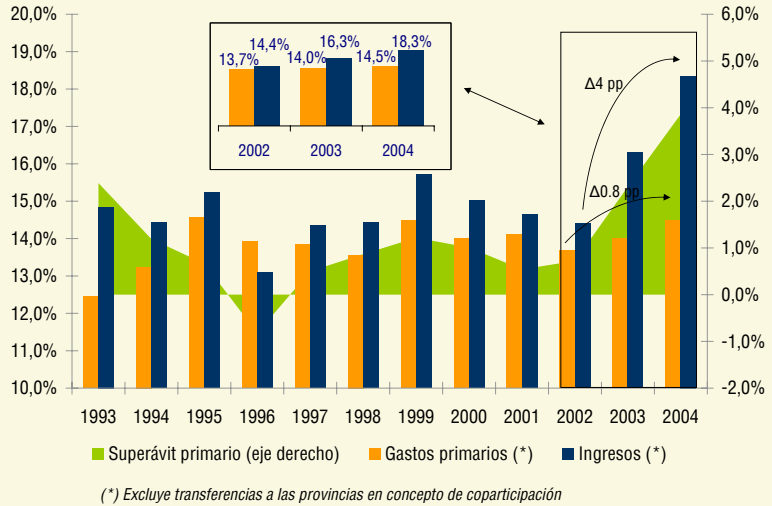
Por el lado del gasto primario se destaca, dentro de su estructura, la reorientación de las erogaciones hacia aquellos rubros asociados a sectores que fueron considerados prioritarios (Gráfico 4).

En el caso de la mayor participación de las transferencias corrientes, se destacan aquellas efectuadas para asistencia social, como los planes de jefes y jefas de hogar, el Fondo de Incentivo Docente, y el gasto de asistencia a grupos vulnerables. También, en el último año, resaltan las mayores transferencias hacia el sector energético a fin de mitigar la crisis que irrumpió en el segundo trimestre de 2004, y de esa manera aminorar sus consecuencias sobre la dinámica de la actividad económica.

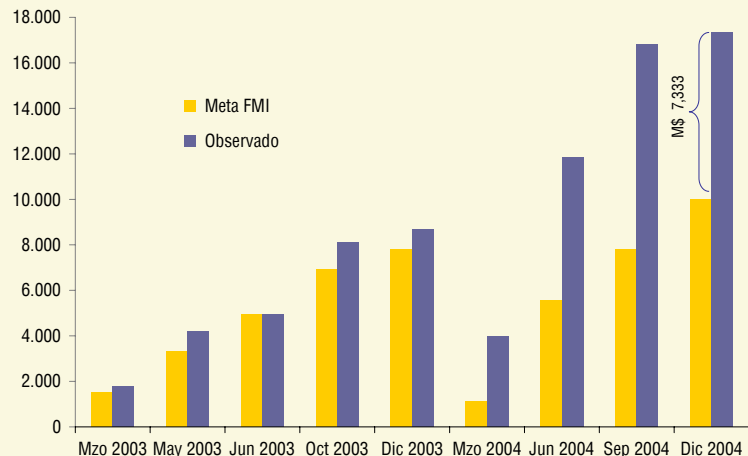
En contraposición, cae la representatividad de Prestaciones a la Seguridad Social y Gastos de Consumo y Operación, incluso a pesar de los aumentos otorgados en el último año a jubilados y al personal de la administración pública.

En cuanto a los gastos de capital, se destaca la mayor participación de la Inversión Real Directa, cuya representación venía

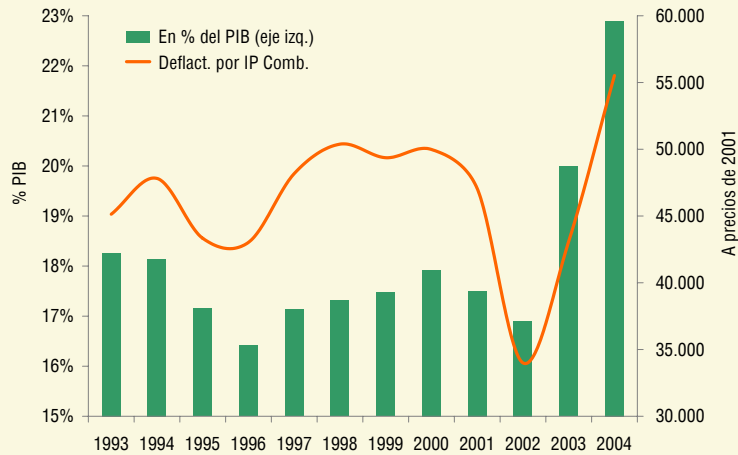
**Gráfico 2**  
**Evolución del Gasto e Ingreso del SPNNF**  
**En términos del PIB**



**Gráfico 3**  
**Superávit Primario acumulado y metas con el FMI**  
**Base Caja. En millones de pesos**



**Gráfico 4**  
**Evolución de los recursos tributarios de la Nación.**  
 En % del PIB y deflactados por precios combinados



cayendo desde 1993 y revierte la tendencia a partir de 2003. Esto último se explica principalmente por la mayor incidencia de obras de mantenimiento y construcciones viales realizadas por la Dirección Nacional de Vialidad.

## 2. Las cuentas Fiscales del SPNF

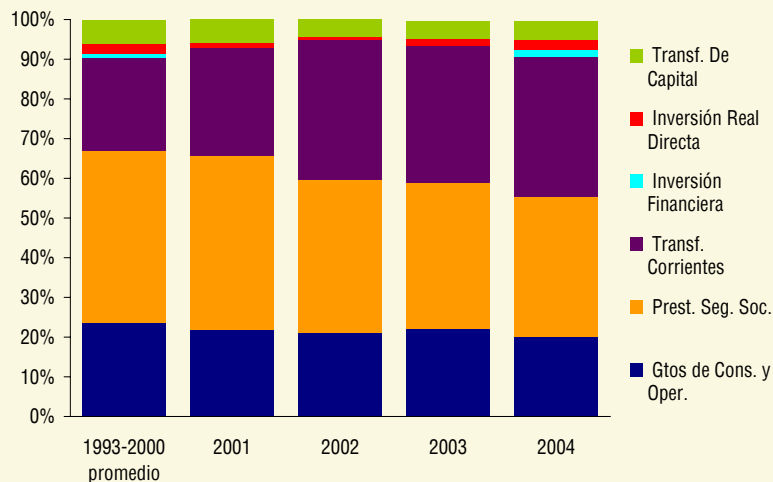
### 2.1. Resultado fiscal

Como se observa en el Cuadro 1, el resultado financiero del último trimestre de 2004 los gastos totales superaron a los ingresos en \$ 756 millones. Sin embargo, el saldo negativo no llegó a opacar el resultado marcadamente positivo de los primeros nueve meses. Ello implicó que todo 2004 finalizara con un excedente equivalente a los \$ 11.658 millones, teniendo en cuenta el pago de intereses de la deuda performing, es decir aquella que está en situación regular. El superávit primario, que excluye estos intereses y asciende así a \$ 17.361 millones en 2004, duplicó el saldo alcanzado en 2003.

El déficit del último período de 2004 se explica en buena medida por el mayor gasto, aunque también por el lado de los ingresos influyó la decisión de diferir al año 2005 los montos correspondientes a anticipos con vencimiento en el mes de diciembre de 2004 en el impuesto a las Ganancias.

Con posterioridad, en el primer bimestre de 2005 el resultado primario del SPNNF fue de \$ 3.032,4 millones, 17,2% superior al de igual período de 2004. Dicho resultado constituye la quinta parte de lo proyectado en el Presupuesto Nacional para todo el año. Si se tiene en cuenta la baja estacionalidad de los ingresos fiscales en estos primeros dos meses, el resultado es por cierto más destacable.

**Gráfico 5**  
**Evolución de la Estructura del Gasto Primario (\*).**  
 En % del total



(\*). No incluye transferencias por coparticipación a las provincias

cho resultado constituye la quinta parte de lo proyectado en el Presupuesto Nacional para todo el año. Si se tiene en cuenta la baja estacionalidad de los ingresos fiscales en estos primeros dos meses, el resultado es por cierto más destacable.

Tanto los gastos primarios como la recaudación tributaria (en ambos casos excluyendo los recursos por coparticipación a las provincias) aumentaron 26% i.a. en el primer bimestre.

## 2.2. Ingresos

Los ingresos totales del Sector Público Nacional en 2004 fueron de \$ 105.106 millones, incrementándose 36% con relación a 2003 (Cuadro 2). Este incremento resultó en un nuevo récord histórico, reafirmando la tendencia positiva que venía presentándose desde 2002.

Los ingresos corrientes, los cuales representan la casi integridad de los recursos del Estado Nacional, superaron en \$ 27.846 millones a los correspondientes al año anterior, o sea 36% más. Asimismo, este incremento se explica en un 90% por el crecimiento de la recaudación tributaria<sup>(2)</sup> (incluidas las contribuciones a la Seguridad Social).

Las causas que explican mayoritariamente el comportamiento de los recursos del Estado Nacional son las siguientes:

La creciente actividad económica;

- ▶ El mayor dinamismo en el comercio exterior;

- ▶ El aumento de la cantidad de empleados formales, de acuerdo con registros del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (ver capítulo Empleo e Ingresos);

- ▶ Los aumentos en las remuneraciones;

- ▶ Pagos excepcionalmente altos realizados por la principal empresa petrolera en el impuesto a las Ganancias<sup>(3)</sup>

Pero también dieron un impulso extra:

- ▶ El mayor cumplimiento en el pago del IVA;

(2) Se contabilizan los impuestos recaudados por la Administración Federal de Ingresos Públicos, no considerándose los percibidos por otros organismos, quedando excluido lo percibido por el Fondo Especial del Tabaco, los fondos de energía eléctrica, el impuesto sobre Pasajes Aéreos, las cajas previsionales de las Fuerzas Armadas y de Seguridad y las Asignaciones Familiares Compensables. Estos representan aproximadamente el 2% del total.

(3) Ello se debió a que el precio del petróleo ha alcanzado niveles muy altos en términos históricos, como también al método de determinación del tributo y los sistemas de pago del mismo.

Cuadro 1

### Saldos, Gastos e Ingresos del SPNNF

En millones de pesos

	I	II	III	IV	2004
Resultado Financiero	2.376	6.667	3.371	-756	11.658
Superávit Primario	3.989	7.857	4.982	532	17.361
Ingresos Totales	22.693	30.188	26.603	25.622	105.106
Gastos Totales	20.317	23.521	23.232	26.378	93.448
Intereses	1.614	1.190	1.611	1.288	5.703

Fuente: Dirección Nacional de Programación Económica sobre la base de información publicada por la Secretaría de Hacienda

Cuadro 2

### Ingresos del SPNNF

En millones de pesos y variación interanual

	IV Trim 03	IV Trim 04	Var. % i.a.	2003	2004	Var. % i.a.
<b>Ingresos Totales</b>	<b>20.836</b>	<b>25.622</b>	<b>23,0</b>	<b>77.215</b>	<b>105.106</b>	<b>36,1</b>
.Ingresos Corrientes	20.783	25.557	23,0	77.123	104.968	36,1
..Recursos Tributarios	19.431	24.139	24,2	72.275	98.304	36,0
.Ingresos de Capital	53	66	23,6	92	138	50,1

Fuente: Dirección Nacional de Programación Económica sobre la base de información publicada por la Secretaría de Hacienda

**Cuadro 3**  
**Estructura porcentual por Impuestos**  
 En % del total recaudado

	2000	2001	2002	2003	2004
Tradicionales	77,9	73,8	64,1	62,8	67,1
IVA Bruto	37,9	33,8	30,2	29,0	31,5
Ganancias	20,8	22,2	17,7	20,4	22,7
Ap. y Cont. a la Seguridad Social	19,3	17,7	16,2	13,4	12,9
No Tradicionales	0,1	6,6	19,6	20,9	18,3
Derechos de Exportación	0,1	0,1	9,9	12,8	10,5
Créditos y Débitos en Cta. Cte.	0,0	6,5	9,6	8,2	7,8
Otros	22,0	19,7	16,4	16,3	14,7

Fuente: Dirección Nacional de Programación Económica sobre la base de información publicada por la Secretaría de Hacienda

► La disminución en las devoluciones a las exportaciones con relación a 2003 (las cuales ese año habían sido elevadas dado que se había cancelado la totalidad de la deuda por este concepto);

► El aumento de precios respecto de 2003

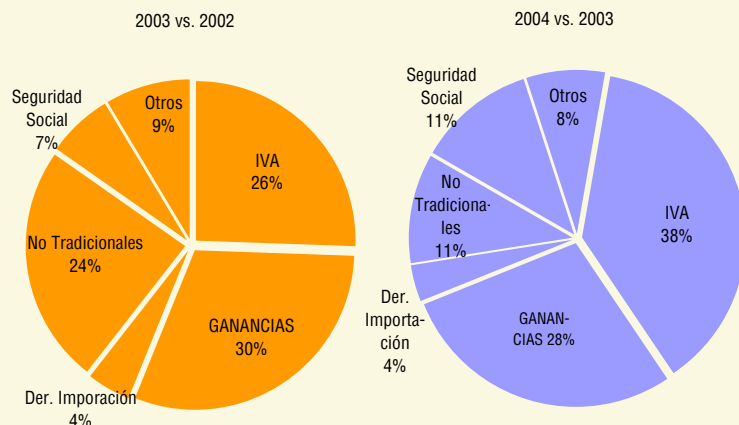
La evolución impositiva, desde la perspectiva de su estructura porcentual, permite observar otras características inherentes a la dinámica de la recaudación, tales como la disminución de la incidencia relativa de los tributos no tradicionales y el mayor crecimiento relativo de aquellos que son más tradicionales.

En este sentido, el cambio operado que se observa en 2004 da cuenta de la menor incidencia relativa de los Derechos de Exportación y de los Créditos y Débitos en Cuenta Corriente, que en 2003 representaban en conjunto cerca del 21% del total de la recaudación mientras que en 2004, a pesar de su crecimiento, pasaron a explicar aproximadamente el 18% del total recolectado.

En cambio, impuestos tradicionales como IVA, Ganancias y Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social, que en conjunto conformaban el 63% del total de ingresos en 2003, crecieron durante 2004 hasta representar el 67% de la recaudación total (ver Cuadro 3).

En el Gráfico 6 puede observarse el aporte de los principales impuestos sobre el incremento interanual de la recaudación impositiva. De allí se deduce que el aumento de \$ 26.028 millones en la recaudación se debe principalmente a las siguientes fuentes: un 37,8% al IVA, el 29% a Ganancias y el 11,5% a Seguridad Social, de modo que estos tres rubros explican más del 77% del incremento.

**Gráfico 6**  
**Aporte al crecimiento interanual de la recaudación impositiva**



Con relación al año anterior, resalta el reposicionamiento del IVA sobre Ganancias como principal fuente de crecimiento de la recaudación impositiva.

Esta situación de mejor reposicionamiento de los impuestos tradicionales permitió que en 2004 se comenzara a instrumentar

### 2.3. Recaudación tributaria <sup>(4)</sup>

El tributo que mayor relevancia tuvo en 2004 en cuanto a su magnitud fue el Impuesto al Valor Agregado, habiéndose recaudado cerca del 7% del PIB, tras un incremento de 47,9% con relación al año anterior. Las principales causas de este sensible aumento se encuentran directamente relacionadas con el mayor nivel de actividad, con el incremento en los precios y con el fuerte crecimiento de las importaciones. También actuaron de manera positiva la menor evasión por parte de los contribuyentes y la disminución de las devoluciones en efectivo a los exportadores (en este caso influyó el hecho de que en 2003 se había liquidado el total de deuda mantenida con los mismos). Los regímenes de facilidades de pago y cuestiones administrativas como el sistema de liquidación e ingreso también dieron un impulso extra al crecimiento del IVA.

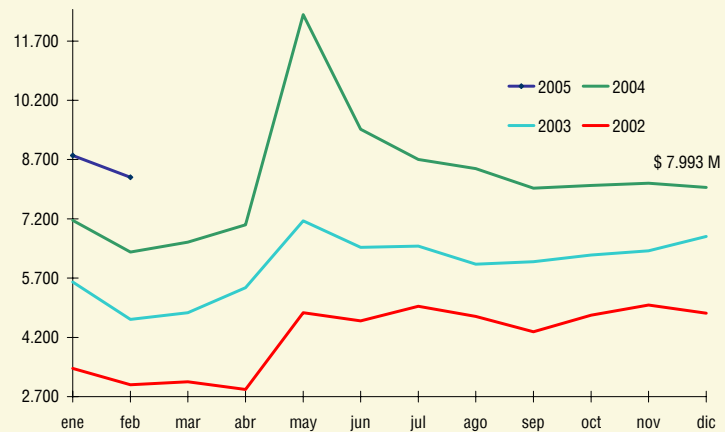
Cabe enfatizar que el incremento de este impuesto fue atenuado por la devolución de 3 puntos del IVA aplicado a las compras realizadas con tarjeta de crédito (medida adoptada en diciembre de 2003) y la imputación de \$ 500 millones en la recaudación del IVA correspondientes al año 2003 por pagos realizados en Lecops y Patacones, que aumentaron la base de comparación.

Gráfico 7

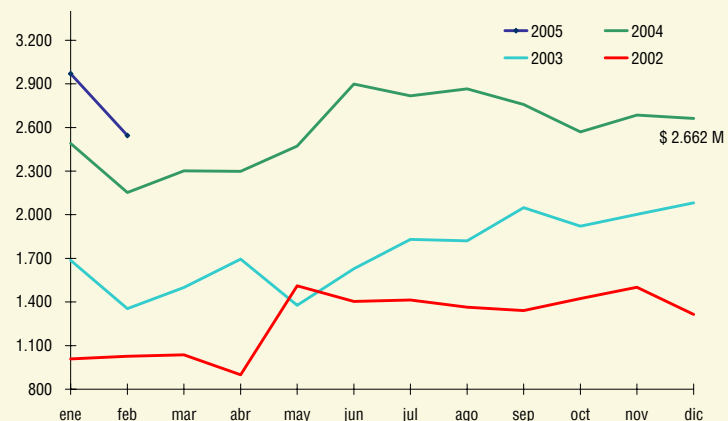
#### Evolución de la recaudación tributaria.

En millones de pesos

##### Recursos Tributarios



##### IVA Bruto

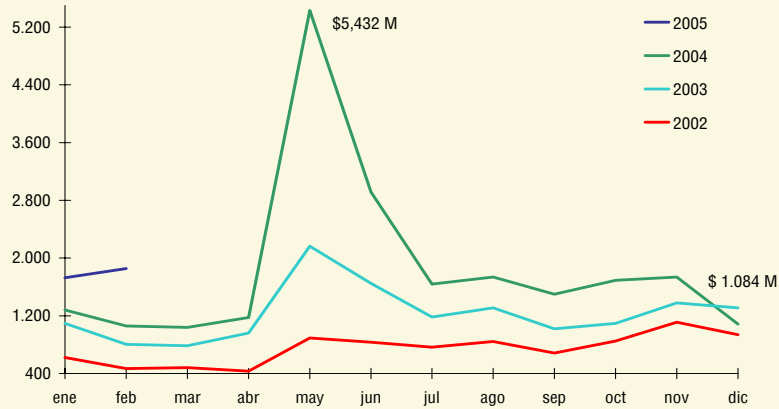
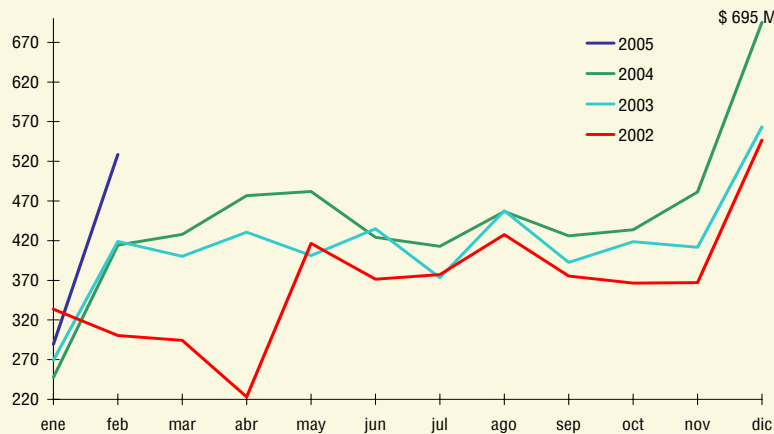
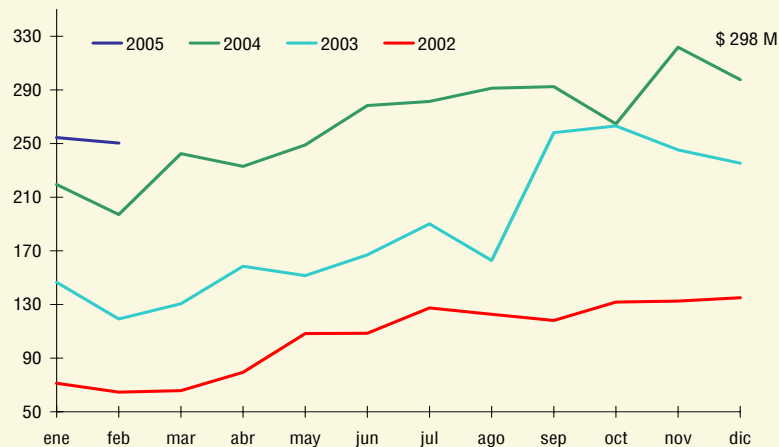


(4) Los valores de recursos tributarios expuestos en esta sección corresponden a lo recaudado por la Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP). En este caso no se contabilizan, por no ser recaudados por la AFIP, el Fondo Especial del Tabaco, los Fondos de la Energía Eléctrica, el Impuesto sobre Pasajes Aéreos, las Cajas Previsionales de las Fuerzas Armadas y de Seguridad y las Asignaciones Familiares. Asimismo se aclara que los gravámenes no contemplados representan aproximadamente el 2% del total.

Gráfico 7 (Cont. 1)

**Evolución de la recaudación tributaria.**

En millones de pesos

**Ganancias****Combustibles****Derechos de Importación**

En orden de importancia le sigue el Impuesto a las Ganancias. La recaudación por este concepto en 2004 representó el 5% del PIB, creciendo más de 50% con relación al año anterior. Los mejores resultados y mayores anticipos presentados por las empresas y personas físicas alcanzados por este impuesto encuentran sustento en el crecimiento ininterrumpido de la economía desde 2002, como también en los cambios en los precios relativos que favorecieron la competitividad de las empresas relacionadas con el sector externo y que recuperaron así su rentabilidad. En particular se destaca el incremento en el precio del petróleo durante 2003, que se reflejó en la suba extraordinaria de la recaudación en mayo de 2004.

Por su parte, el resultado positivo se vio atenuado por la postergación de los vencimientos correspondientes a diciembre de 2004 de los anticipos de las sociedades y personas físicas y de las retenciones sobre los salarios. También incidió negativamente la entrada en vigencia del cómputo parcial como pago a cuenta del impuesto sobre los Débitos y Créditos en Cuenta Corriente.

Uno de los pocos tributos cuya recaudación presentó una disminución con relación al año anterior (-10,2% i.a.) fue Ganancia Mínima Presunta. Ello se debió a los menores ingresos por saldos de declaraciones juradas de los ejercicios correspondientes a diciembre de 2003 y junio de 2004, consecuencia directa de que muchas empresas ya habían ingresado en el año anterior gran parte del impuesto en concepto de anticipos, especialmente las empresas de servicios públicos y del sector bancario, que al haber tenido magros resultados en 2002, pagaron en 2003 la totalidad del impuesto. La caída de la recaudación se vio atenuada por el aumento de

contribuyentes, por lo ingresado por regímenes de facilidades de pago, y por la finalización de los Planes de Competitividad, que eximían el pago de este impuesto para los ejercicios con cierre hasta marzo de 2003.

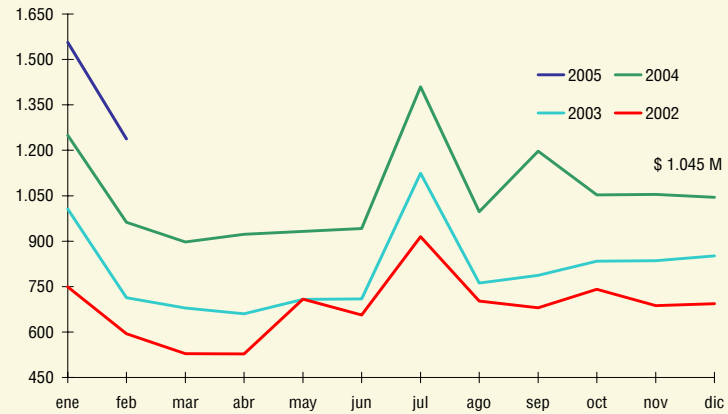
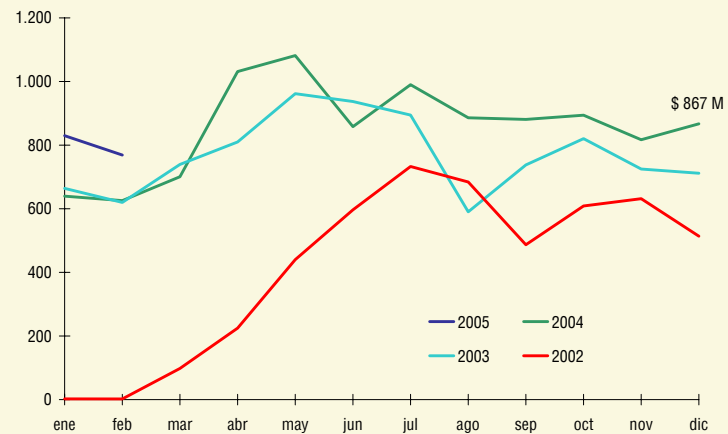
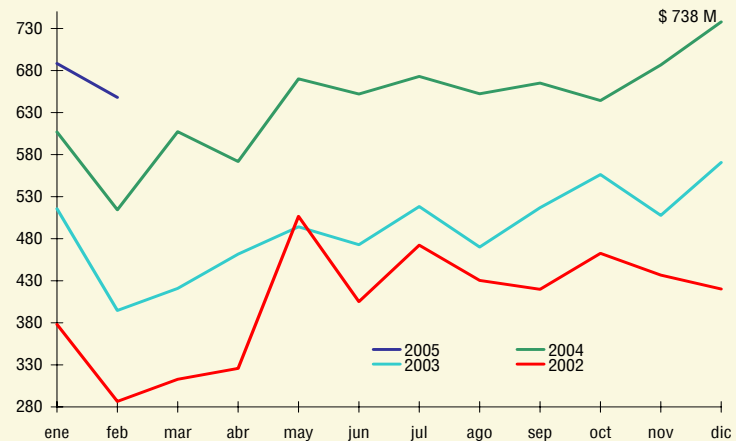
Los Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social en 2004 superaron en 31% los correspondientes a 2003, y recaudaron el equivalente a 2,8% del PIB. La concurrencia de diversos hechos explican este importante aumento. Entre los más importantes se destacan: a) el incremento de cotizantes al sistema, estimándose que la cantidad de trabajadores formales en relación de dependencia subió 11,3%, mientras que los autónomos lo hicieron en 9,2%; b) la aplicación de la ley N° 25.865, que estableció modificaciones al Régimen Simplificado para Pequeños Contribuyentes y que en la práctica implicó el reempadronamiento de los ya inscriptos y la adhesión a este Régimen de 180.00 contribuyentes que antes eran Responsables no Inscriptos en el IVA; c) la incorporación en el salario imponible de la suma no remunerativa de \$ 224 en 8 cuotas, que comenzó a tener resultados sobre la recaudación en agosto de 2003; y d) la suba en el tope de la remuneración imponible, que de \$ 4.800 pasó a \$ 6.000 en junio de 2004 y a \$ 8.000 desde octubre último. También dio un impulso extra la mayor distribución de las facilidades de pago.

Respecto de la recaudación por Derechos de Importación, influyó en forma directa el incremento de más del 60% de las importaciones en 2004, merced a lo cual este tributo aumentó 42,2% i.a.. Dicha suba no fue mayor porque actuaron circunstancias de índole administrativa, como la imputación de \$ 130 millones en 2003 por operaciones realizadas en Lecops y Patacones -que in-

Gráfico 7 (Cont. 1)

**Evolución de la recaudación tributaria.**

En millones de pesos

**Seguridad Social****Derechos de Exportación****Sobre Débitos y Créditos en Cuenta Corriente**

## Cuadro 4

**Aumento de los derechos sobre la exportación de hidrocarburos y sus derivados**

	Mayo 2004	
	Antes	Después
Gas licuado de petróleo	5%	20%
Algunos propanos y butanos	5%	20%
Gasolinas	0%	5%
Petróleo crudo	20%	25%
Gas natural	0%	20%

*Nota: También se implementó un derecho adicional variable sobre el petróleo crudo en función del precio internacional del barril (WTI), que varía entre 3 y 20 puntos cuando supera los US\$ 32.*

crementaron la base de comparación- y la eliminación en septiembre de 2004 del arancel transitorio de 1,5 puntos sobre los derechos de importación extrazona para algunos productos de la Nomenclatura Común del Mercosur.

En cuanto a la recaudación por Derechos de Exportación, si bien superó en 11,5% a la de 2003, no alcanzó para mantener su participación en el producto, cayendo a 2,3% del PIB (en el 2003 había llegado a 2,5%). La mayor recaudación se debió al aumento de las exportaciones y a la elevación de los derechos de hidrocarburos y sus derivados (ver Cuadro 4). En cambio incidieron negativamente la apreciación del tipo de cambio y cuestiones de índole administrativa, como las imputaciones en 2003 por pagos efectuados en Lecops, Patacones y Títulos Públicos en 2002 por \$ 170 millones.

El impuesto sobre Créditos y Débitos en Cuenta Corriente creció 30,2% en 2004, y recaudó el equivalente a 1,7% del PIB. La explicación de dicho crecimiento se encuentra en los mayores montos de las transacciones bancarias. En igual sentido actuaron el rescate de Patacones, Lecops y otros títulos que se utilizaban como medio de pago no alcanzados por este tributo.

En el caso del Impuesto sobre Bienes Personales se observa que la recaudación aumentó 3,6% i.a., debido principalmente a los mayores anticipos y a recursos provenientes de los planes de facilidades de pago.

La recaudación por Impuestos sobre los Combustibles creció 8,1% i.a., a causa de las mayores ventas de naftas, gasoil y G.N.C (5,7%, 14,2% y 12,3% i.a., respectivamente) y al aumento del precio del gasoil, que en promedio subió 3,1% i.a. en 2004. De todos modos el efecto positivo se vio contrarrestado por la mayor proporción de pagos no bancarios y otras cuestiones relativas al sistema de liquidación e ingreso de estos tributos.

En el caso de los Impuestos Internos Coparticipados, la recaudación aumentó 36,2% i.a.. El incremento se debió en buena medida a la suba de precios en los cigarrillos, ya que el gravamen sobre los mismos representa el 75%. El resto de los impuestos componentes registraron un alza de 61,6% i.a.

## 2.4. Gastos

El Gasto total en términos anuales se incrementó 24% en 2004, superando de esta manera en \$ 5.542 millones al correspondiente a 2003.

En 2004 el gasto primario representó el 19,6% del PIB, y significó un 28% más que el del año anterior. Este concepto, al excluir los intereses de deuda, permite concentrar la atención en aquellos gastos que son propios del año y que reflejan más adecuadamente los resultados de las decisiones de política fiscal. Entre las mismas se destacan las orientadas a la recuperación del poder adquisitivo de jubilados, pensionados y personal del Sector Público Nacional, y desde el punto de vista de la inversión resalta el gasto relativo a infraestructura con ánimo de complementar la inversión privada.

Los gastos anuales de consumo y operación se incrementaron 12% i.a., y la mayor parte del aumento responde a la incorporación de una suma fija mensual de \$ 150 (o hasta completar dicho tope en los salarios menores a \$ 1.000) del personal de la Administración Nacional (Decreto N°682/2004) y al mayor gasto en personal de las fuerzas de seguridad en el marco del Plan Estratégico de Justicia y Seguridad.



En cuanto a las erogaciones por Prestaciones de Seguridad Social, las mismas fueron 18% superiores a las correspondientes al año anterior, y se debe en primera instancia a los aumentos graduales en el haber mínimo de las prestaciones del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (\$ 220 a partir de julio de 2003, \$ 240 desde enero de 2004, \$ 260 desde junio, \$ 280 desde septiembre). Además se suma el incremento del 10% a los haberes menores de \$ 1.000, alcanzando de esta manera la prestación mínima a \$ 308.

En el caso de las Transferencias Corrientes, la mayor parte de los aumentos observados en 2004 (35% i.a.) corresponden a incrementos en: a) transferencias a provincias para infraestructura básica y social; b) financiamiento de déficit de las Cajas Provinciales Previsionales no transferidas a la Nación (incorporando a Buenos Aires y Entre Ríos); c) la Coparticipación Federal a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y a Tierra del Fuego, Antártida e Islas del Atlántico Sur; d) asignación por única vez de \$ 200 en diciembre a jubilados y pensionados del Régimen provisional Público; y e)

subsídios a Líneas Aéreas Federales y al Ente Binacional Yacyretá por anticipos de cesión de energía a la República del Paraguay. También se destacan las transferencias efectuadas para dar continuidad a la atención de diversos programas como el Fondo de Incentivo Docente (Ley N° 25.053), la asistencia a Grupos Vulnerables, Ingreso para el Desarrollo Humano, Comedores Comunitarios y Prestaciones Participativas Comunitarias (FOPAR) y la Emergencia Alimentaria, Prestaciones médicas y sociales del INSSJyP, Asignaciones familiares, incremento salarial a personal de Universidades, etc. Por otra parte, se otorgan mayores transferencias a la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A (CAMMESA) para la adquisición de fuel-oil venezolano.

En tanto, el rubro Gastos de Capital observó un incremento de 82% i.a. que se explica en primer lugar por Transferencias de Capital, en particular por el plan de reactivación de obras del Fondo Nacional de la Vivienda (FO.NA.VI.) y la asistencia financiera al Fondo Fiduciario para el Transporte Eléctrico Federal (destinado a la construcción de la línea de transporte eléctrico Puerto Madryn–Pico Truncado y al concesionado Ferrocarril General Belgrano). También se señala como fuente de aumento el financiamiento del componente materiales del Plan Jefes de Hogar, obras de mejoramiento de barrios (PROMEBA) y las transferencias a la Oficina de las Naciones Unidas de Servicio para Proyectos (UNOPS) con el fin de comprar computadoras e impresoras para escuelas del país.

Inversión Real Directa aumentó \$ 1.289 millones con relación a 2003, debido básicamente a la incidencia de las obras de mantenimiento y construcciones viales de la Dirección Nacional de Vialidad, destacándose las obras financiadas por las mayores transferencias provenientes del Fondo Fiduciario del Sistema de Infraestructura del Transporte y del Tesoro Nacional. En menor medida se señala el reinicio de las obras del proyecto Desagües Pluviales Red de Acceso a la Ciudad de Buenos Aires de la Secretaría de Obras Públicas. También explican el aumento la adquisición de equipo para las fuerzas de seguridad en el marco del Plan Estratégico de Justicia y Seguridad.

**Cuadro 5**  
**Gastos del SPNNF. Base Caja**  
En millones de \$

	IV-04	2.004	variación i.a.(%)		
			9 m	IV-04	2004
GASTOS CORRIENTES	24.701	87.656	21	23	21
- Gastos de Consumo y Operación	3.782	12.973	10	18	12
. Remuneraciones	2.656	9.516	6	16	9
. Bienes y Servicios	1.125	3.456	21	25	22
- Rentas de la Propiedad	1.289	5.704	-17	-16	-17
- Prestaciones de la Seguridad Social	7.043	22.877	15	24	18
- Transferencias Corrientes	12.518	45.811	37	30	35
. Al Sector Privado	3.761	12.373	6	25	11
. Al Sector Público	8.631	33.116	52	33	46
. Al Sector Externo	126	322	35	19	28
GASTOS DE CAPITAL	1.678	5.792	68	126	82
- Inversión Real Directa	549	1.508	72	114	85
- Transferencias de Capital	791	3.070	23	70	32
- Inversión Financiera	338	1.214	-	-	-
GASTOS TOTALES	26.378	93.448	23	27	24
GASTOS PRIMARIOS	25.090	87.745	27	30	28

Fuente: Dirección Nacional de Programación Económica sobre la base de información publicada por la Secretaría de Hacienda

### Apartado: La evolución del Gasto Primario y sus principales componentes en términos del PIB corriente

La propensión al gasto del SPNNF puede evaluarse a partir del Gasto Primario - excluyendo a tal efecto las transferencias por coparticipación - y de sus principales agregados en términos reales. En efecto, la mayor o menor propensión al gasto se advierte con más claridad aislando los movimientos originados por el crecimiento de la actividad económica y la aceleración de los precios del último período. Con este fin es que las erogaciones se expresan en términos del PIB corriente, advirtiendo de la comparación entre las series en valores corrientes y reales comportamientos significativamente distintos.

El gasto primario total del SPNNF evidencia una tendencia creciente en términos nominales, comportamiento que no se reproduce al observar el desarrollo del gasto en términos del PIB, con la salvedad del último trimestre, cuando llega a representar el 16,7% y supera en 2,7 puntos porcentuales el promedio del período que se extiende desde primer trimestre de 2000 al tercero de 2004.

La apertura en los componentes principales del gasto permitirán evaluar los causantes de esta tendencia, donde los rubros se seleccionaron teniendo en cuenta la representatividad de los mismos sobre la masa total de las erogaciones, como también su relevancia en el plano social. De esta manera se identificaron las Prestaciones a la Seguridad Social, Gastos en Remuneraciones, Transferencias al Sector Privado y Transferencias a las Provincias originadas por las transferencias de coparticipación.

En primer lugar se observa que en todos los casos la evolución de los gastos mantuvo una tendencia positiva en términos corrientes. En cambio, en el último trimestre de 2004 el rubro Transferencias por coparticipación repitió por segunda vez una caída, que como se mencionara anteriormente fue debido a la menor recaudación en Ganancias.

En términos del PIB el comportamiento es generalizado, en el sentido que se repitieron con mayor fuerza incrementos en el último trimestre de 2004 (exceptuando nuevamente Transferencias por coparticipación a las provincias).

Prestaciones a la Seguridad Social representó en el cuarto trimestre el 6% del PIB, alejándose de los niveles previos (el promedio del período que va desde el segundo trimestre de 2002 al tercero de 2004 fue de 5%) y acercándose al promedio, más elevado, del primer período (I 2000 – I 2002). Este hecho no implica necesariamente la recuperación, en términos del nivel de actividad, de los sectores beneficiarios de este rubro, ya que como se mencionara

#### Gráfico 8

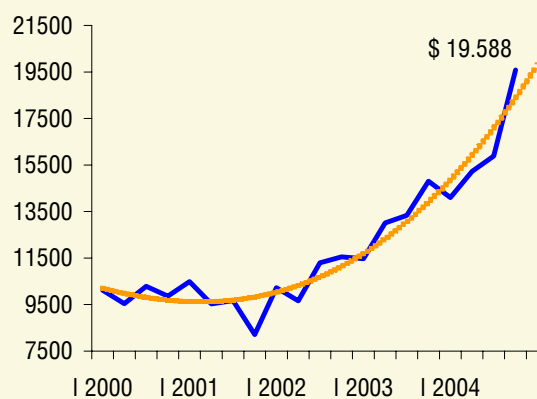
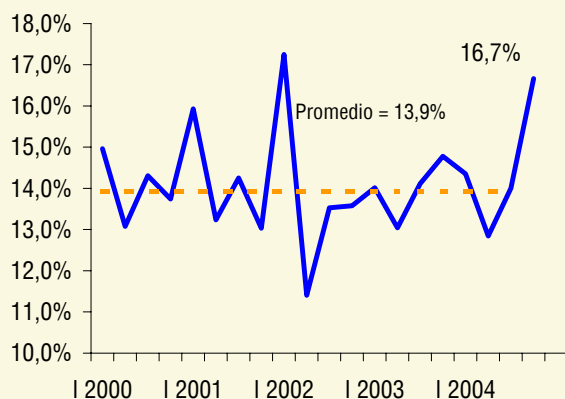
### Gasto Primario y componentes

En % del PIB (Izq.) y en millones de pesos (Der.)

En % del PIB

En millones de pesos

#### Total gasto primario



(\*) sin transferencias a provincias por coparticipación

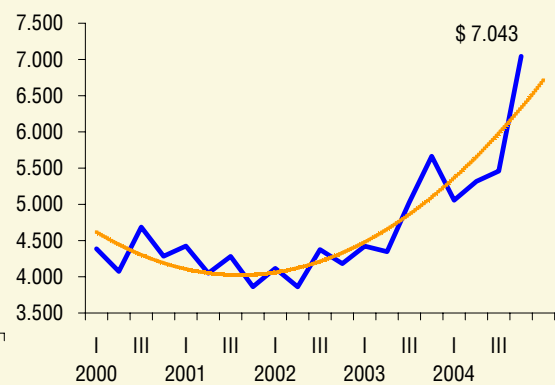
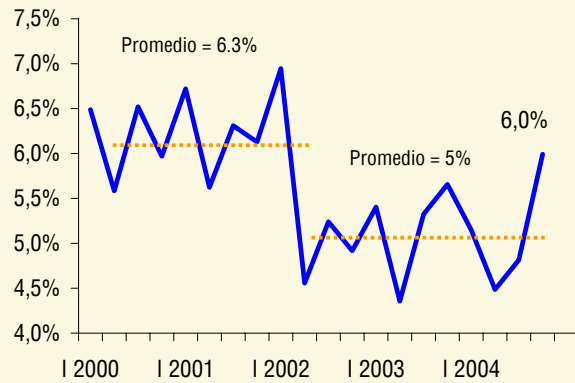
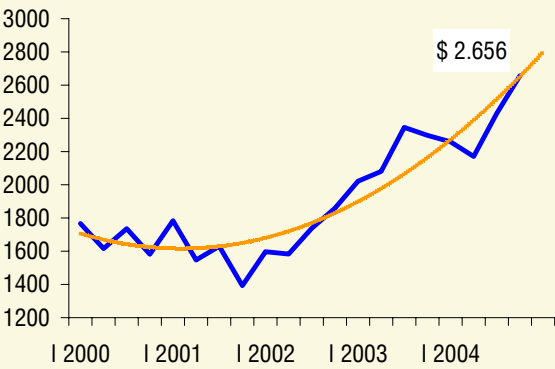
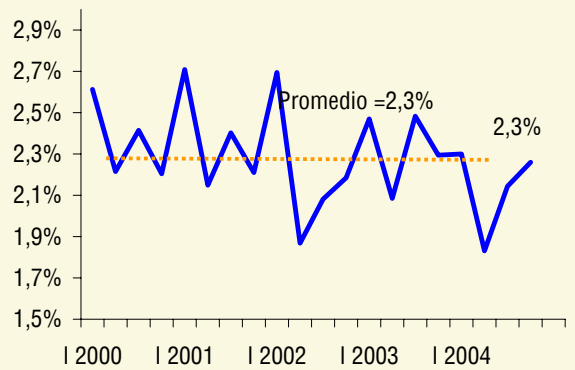
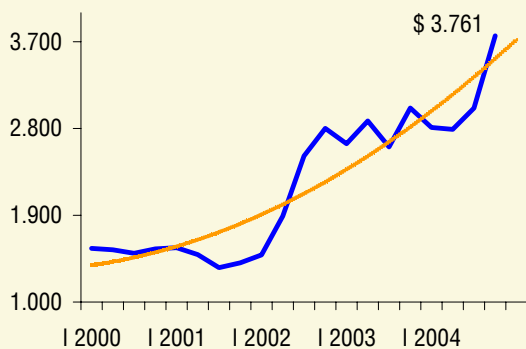
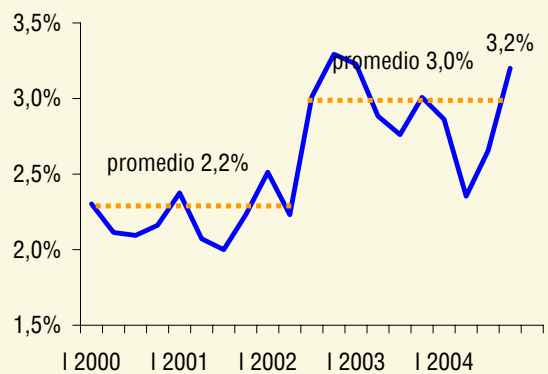
Gráfico 8

**Gasto Primario y componentes (Cont. 1)**

En % del PIB (Izq.) y en millones de pesos (Der.)

En % del PIB

En millones de pesos

**Prestaciones a la Seguridad Social****Remuneraciones****Transferencias al sector Privado**

anteriormente, los aumentos se deben en parte a erogaciones extraordinarias y adelantamientos de pagos que no implican continuidad en el futuro.

Esta misma circunstancia (pagos extraordinarios y adelantamientos de cuota a planes sociales) explica el fuerte incremento de la representatividad de las transferencias al sector privado en el PIB, ya que de significar el 3,2%

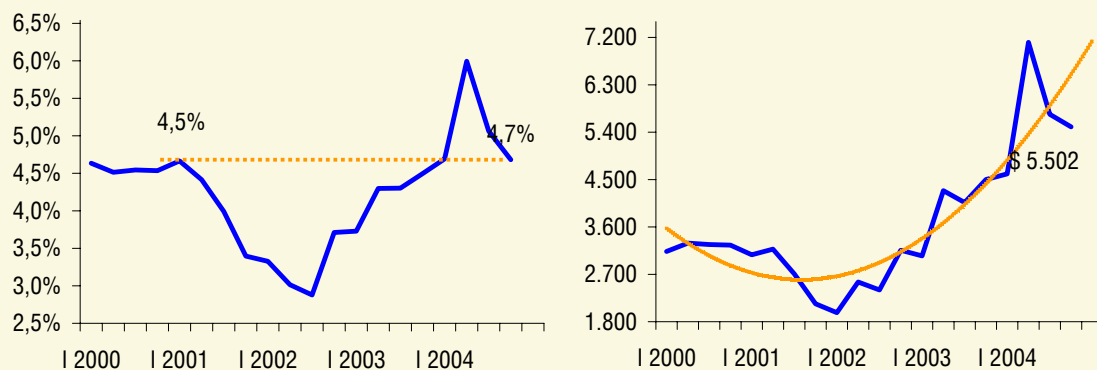
Gráfico 8

**Gasto Primario y componentes (Cont. 2)**

En % del PIB (Izq.) y en millones de pesos (Der.)

En % del PIB

En millones de pesos

**Transferencias por Coparticipación**

del PIB en el último trimestre casi igualó al máximo observado en el período, que fue el correspondiente al cuarto trimestre de 2002 (3,3% del PIB).

La repercusión del aumento en las remuneraciones en el cuarto trimestre de 2004 es distinta, porque el nivel de gasto alcanzado por este concepto se mantiene a tono con el promedio del total del período (2,3% del PIB), incluso teniendo en cuenta situaciones extraordinarias como el adelantamiento de aguinaldos y aumentos de salarios a los tramos inferiores.

Si bien las Transferencias por coparticipación a provincias no son tenidas en cuenta en el gasto primario considerado en esta sección, debido a que no se trata de un gasto incurrido por el SPNNF, vale la pena detallarlas por tratarse de un rubro que integra las publicaciones habituales del esquema ahorro-inversión de la Secretaría de Hacienda, y con ella se completa la información sobre la presión impositiva total al sector privado.

Dichas transferencias representan el porcentaje de los impuestos afectados por la Ley de Coparticipación Federal N° 23.548 que se destina automáticamente a las cajas provinciales, que puede resumirse en el siguiente esquema:

<b>Masa Coparticipable Bruta:</b>	
IVA	89%
Ganancias Neto	64%
Internos	100%
Ganancia Mínima Presunta	100%
Intereses pagados	100%
Otros	100%
<b>Menos:</b>	
Fondo compensador de equilibrios fiscales provinciales	(\$ 549,6 millones anuales)
- Sistema de seguridad social y otros gastos operativos	15%
Igual:	
<b>Masa Coparticipable Neta</b>	
Distribución primaria a las provincias	57%

De esta manera se deduce que el comportamiento de este concepto varía directamente según la recaudación de los impuestos implicados. Es así que sube desde el tercer trimestre de 2002, alcanza su máximo en el segundo trimestre de 2004, a raíz de la recaudación récord por ganancias, y cae en el último trimestre.

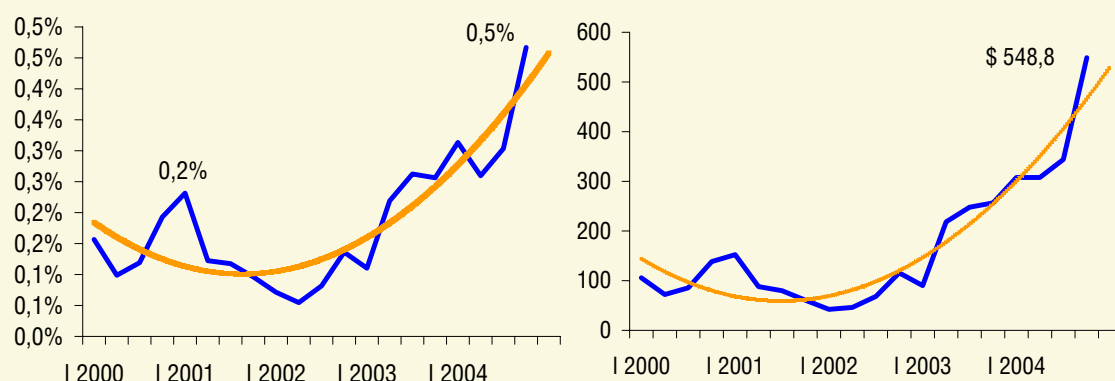
Como caso aparte, en el Gráfico 9 se toma en cuenta el comportamiento comparado de la inversión real directa del SPNNF.

Se observa que la inversión real del gobierno nacional, si bien no es relativamente importante, 0,5% del PIB, la dinámica de su comportamiento tanto en términos nominales como en relación al nivel de actividad presenta una tendencia claramente creciente.

Gráfico 9

### Inversión real directa

En términos del PIB (Izq.) y en millones de pesos (Der.)



Por último las transferencias en concepto de Inversión Financiera superaron en \$ 1.157 millones las del año anterior. Este incremento se explica mayoritariamente por la operación de préstamos reintegrables a la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A. – CAMMESA (Decretos N° 365/04, N° 512/04 y N° 917/04) para la estabilización de precios en el mercado eléctrico mayorista y el aporte de capital efectuado al Banco Interamericano de Reconstrucción y Fomento (BIRF) en concepto de mantenimiento de valor de la participación en el organismo tras la depreciación de la moneda.

El cuanto al comportamiento del gasto en el último trimestre de 2004 presentó variaciones interanuales sensiblemente mayores con relación al resto del año. Los gastos totales subieron 27% i.a. en ese trimestre, mientras que el promedio de las tasas de los primeros 3 trimestres fue de 23% i.a.

En primer lugar se destaca la variación de Prestaciones a la Seguridad Social, que en el último trimestre de 2004 subieron 24% i.a., equivalente a \$ 1.380 millones. Las causas de esta suba se encuentran básicamente en la diferencia entre los haberes mínimos y pensiones contributivas entre ambos períodos (de \$ 220 pasaron a \$ 308), como también al suplemento por movilidad otorgado a aquellos que cobran menos de \$ 1.000, al adelantamiento a diciembre de la cuota de aguinaldo y al otorgamiento del subsidio, por única vez, de \$ 200 a beneficiarios de las prestaciones previsionales a cargo del Régimen Previsional Público del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones y de las pensiones no contributivas.

Las Transferencias a provincias y municipios siguen en orden de importancia, con un aumento de \$ 1.265 millones<sup>(5)</sup> de sus erogaciones respecto de las de igual trimestre de 2003. Entre los motivos que causaron este aumento se encuentran la mayor recaudación de ganancias, aumento de asistencia a las provincias por planes de emergencia alimentaria, aumentos en las transferencias por Fondo de Incentivo Docente y transferencias destinadas al Programa Federal de la Vivienda. También se destinaron fondos para el financiamiento de déficit provinciales bajo el Acuerdo Nación-Provincias (Ley N° 25.857 art. 97).

En tercer lugar se encuentran los incrementos del gasto por transferencias corrientes al sector privado (\$ 749 millones por encima de las erogaciones del cuarto trimestre de 2003), explicadas básicamente por el otorgamiento de una suma

(5) Transferencias corrientes y de capital sin tomar en cuenta las transferencias en concepto de coparticipación.

de \$ 75 pesos adicionales -por única vez- a los beneficiarios del Plan Jefes y Jefas de Hogar Desocupados (Decreto N° 1.668/2004).

En el aumento de gastos corrientes incidieron también las subas en remuneraciones y bienes y servicios, que en conjunto aumentaron \$ 634 millones respecto del último trimestre de 2003. Los mayores montos se debieron al adelantamiento del pago proporcional de aguinaldo al personal de la administración pública, como también al incremento en las remuneraciones al personal del Poder Judicial (retroactivo a enero de 2004) y al fondo de jerarquización de la AFIP. También se otorgaron aumentos de \$ 100 al personal de la administración pública nacional que percibiese menos de \$ 1.250.

En cuanto a los incrementos de los gastos de capital, se realizaron importantes erogaciones en inversión real directa (por mayores pagos realizados por la Dirección Nacional de Vialidad) y en inversión financiera, en este caso por la incidencia del préstamo otorgado al Fondo Unificado administrado por la Secretaría de Energía (Decreto N° 1.687/04).

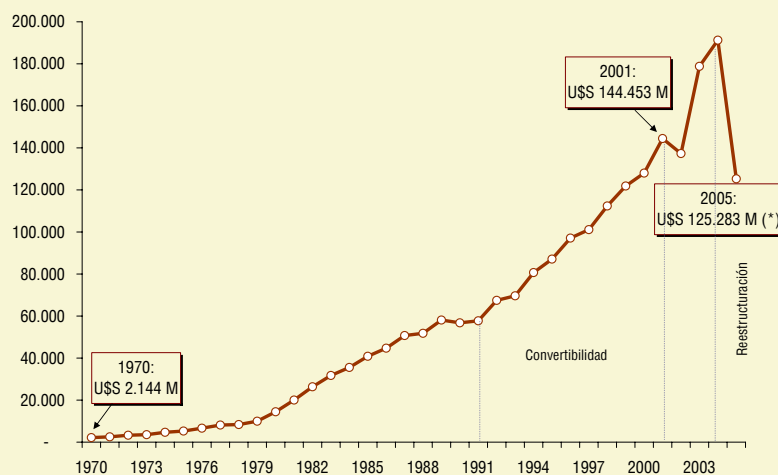
### 3. Deuda pública

#### 3.1 Stock de deuda pública

Al 31 de diciembre de 2004 el stock de deuda pública ascendía a un valor estimado equivalente al 127,4% del PIB. Si bien este monto es superior al 113% en diciembre de 2001 (momento en que se produjo la crisis generada por el derrumbe de la Convertibilidad), el alza es computable, en buena medida, a incrementos no voluntarios e inerciales de la deuda imputable al período posterior al colapso de la convertibilidad en diciembre de 2001.

A partir de la reestructuración de la deuda en situación irregular, cuyo proceso fue llevado a cabo en el primer trimestre de 2005, el stock de deuda pública total quedaría redefinido en un monto estimado de U\$S 125.283 millones, equivalente a 72% del PIB (Gráfico 10).

Gráfico 10  
Evolución de la deuda pública  
En millones de U\$S



(\*) No hace referencia a aquellos bonos elegibles no presentados al canje.

#### 3.2. La Reestructuración de la Deuda Pública

##### 3.2.1 Descripción de la oferta

El canje de deuda se inició el 14 de enero de 2005 con vencimiento el 25 de febrero de ese mismo año. El mismo consistió en la oferta del canje de instrumentos de deuda pública cuyos pagos se encontrasen diferidos, con un monto elegible que representaba el valor nominal más los intereses vencidos e impagos hasta el 31/12/2001.

La nueva deuda otorgada

en canje tiene como fecha de emisión el 31 de diciembre de 2003, y ha sido instrumentada en once diferentes bonos que tienen la característica común de que incorporan adicionalmente una unidad ligada al crecimiento del PIB.

En líneas generales, cada tenedor de deuda que aceptó el canje propuesto por el Gobierno argentino recibirá oportunamente :

**Un pago en efectivo + Bonos nuevos + Unidades Vinculadas al PIB**

- ▶ El pago en efectivo lo reciben aquellos que optaron por bonos Par y Descuento, en concepto de intereses devengados y vencidos desde la fecha de emisión (31 de diciembre de 2003) y vencidos a la fecha de acreditación.
- ▶ Los nuevos bonos -Par, CuasiPar y Descuento- se asignaron en función de los mecanismos de asignación dispuestos en cada caso.
- ▶ Por último, se otorgarán unidades vinculadas al PIB por un monto nocional equivalente a la deuda elegible efectivamente canjeada.

Las características de los nuevos bonos se presentan en forma sucinta en el Cuadro 6.

**Cuadro 6**  
**Características de los nuevos bonos**

BONO	EMISION (en miles de millones)	Descuento	Cupón anual	Vencimiento (año)	Amortización (comienza año)	Observaciones		
PAR	U\$S 15.0	0%	Creciente	2038	2029	19 pagos de amortizaciones semestrales e iguales (marzo y septiembre) y un último pago en diciembre de 2038		
						Año	Cupón	
						1 - 5	1,3%	
						6 - 15	2,5%	
						16 - 25	3,8%	
26 en adelante	5,3%							
DESCUENTO	U\$S 18.5	66%	8,3%	2033	2024	Pagos de amortizaciones semestrales e iguales		
						Año	Cash	Capit.
						1 - 5	4,0%	4,3%
						6 - 10	5,8%	2,5%
11 - 30	8,3%	0,0%						
CUASIPAR	\$ 24,3	30,1%	3,3%	2045	2036	Pagos de amortizaciones semestrales e iguales		
						Capitalización del cupón de interés durante los primeros 10 años		
El capital se ajusta por CER								

La Unidad vinculada al PIB podrá ser comercializada por separado a partir de 180 días desde la fecha de liquidación (Cuadro 7).

En síntesis, se intercambian en la primera fecha de emisión los 152 bonos elegibles que se encuentran en situación irregular por 11 nuevos bonos a los que luego de 180 días se le separa el título vinculado al PIB y el número total de bonos producto

**Cuadro 7**  
Características de los títulos vinculados al PIB

Item	Descripción
Cantidad de referencia	Por el monto e capital de deuda elegible efectivamente canjeado, se emitirá igual cantidad de Unidades Vinculadas al PIB
Moneda de cálculo	Pesos
Moneda de pago	La correspondiente al bono al cual la Unidad esté originalmente ligada
Vencimiento	30 años
Decha de cálculo	1° de Noviembre de cada año, a partir del 2006
Decha de pago	15 de Diciembre de cada año, a partir del 2006
Año de referencia	El año termina el 31 de Diciembre del año anterior a la fecha de cálculo, a partir del 2005
Monto de pago	Proporcionalmente, el 5% del Excedente del PIB del año de referencia
Excedente del PIB	La diferencia entre el PIB real y el Caso Base del PIB (expresada en pesos corrientes)
	Para el año de referencia:
	PIB real observado exceda el Caso Base del PIB <sup>(1)</sup>
Condiciones para el pago	La tasa de crecimiento real observada exceda la tasa de crecimiento del Caso Base del PIB
	No superar el tope establecido
Ley aplicable	La misma del bono al cual la Unidad está ligada

(1) Sendero de crecimiento proyectado por la República Argentina

**Cuadro 8**  
Monto de emisión de los Nuevos Títulos

Título Nuevo	Moneda	Legislación	Monto de capital total del Título Nuevo a ser emitido	Monto nacional total de Títulos Vinculados al PIB
Par	dólares	Ley NY	5.313.142.873	5.313.142.873
		Ley Argentina	1.246.001.727	1.246.001.727
Título Vinculado al PIB	euros	Ley UK	5.077.633.050	5.077.633.050
	pesos	Ley Argentina	5.408.965.228	5.408.965.229
	yenes	Ley Japón	21.037.843.000	21.037.843.000
	Discount	dólares	Ley NY	3.088.012.636
		Ley Argentina	565.767.132	1.678.833.085
	euros	Ley UK	2.287.157.085	6.786.812.183
	pesos	Ley Argentina	15.594.000.655	46.272.995.592
	yenes	Ley Japón	5.840.497.000	17.330.799.000
Quasipar	pesos	Ley Argentina	24.299.999.944	34.763.948.374
Total (miles de millones)			US\$ 35.3	US\$ 62.3

de la reestructuración pasa a ser de 16. A su vez los nuevos bonos se concentran en cuatro legislaciones (Argentina, Nueva York, Reino Unido y Japón) y solo cuatro monedas (pesos, dólares, euros y yenes).

### 3.2.2. Resultados del Canje de títulos

El resultado final de la operatoria significó la aceptación del 76,15% del total de la deuda elegible que, sin contar los intereses atrasados por US\$ 20.730, ya alcanzaba los US\$ 81.836 millones. De esta manera la deuda reestructurada al vencimiento fue de US\$ 35.261 millones. El Cuadro 8 describe el resultado de la emisión tras la aceptación de los tenedores de bonos elegibles.

### 3.2.3 Indicadores relevantes pre y post Reestructuración

La situación de la deuda reestructurada en la Argentina, si bien requiere un esfuerzo fiscal sostenido en los años siguientes, ha vuelto a niveles más manejables. Esta conclusión se percibe claramente de la confluencia hacia una mejoría sustancial de diversos indicadores considerados críticos al analizar la situación financiera de cualquier país (Cuadro 9).

Entre estos ratios se destacan, por ejemplo, los servicios de intereses en términos de las exportaciones, que de representar el 38% en 2001 caen actualmente al 9%. El stock



de la deuda, a su vez, bajó de más de 540% de las exportaciones a alrededor del 360%. Asimismo, los pagos de intereses, que equivalían al 70% de las reservas y al 22% de los recursos tributarios, ahora se ubican en valores del 15% y 10%, respectivamente.

Por otro lado, un dato muy importante en la reducción de la vulnerabilidad sistémica es que la deuda en pesos pasó del 3% a aproximadamente el 37% de la deuda pública (Gráfico 11).

Otros indicadores también confirman la mejor posición de Argentina en cuanto a que la deuda, tras la reestructuración, está en línea con la real capacidad de repago del país, de acuerdo al nuevo panorama macroeconómico que debe enfrentar. Este nuevo panorama puede describirse muy sucintamente en el Cuadro 10.

En la situación post reestructuración se destaca la caída en el peso de la deuda en términos absolutos, donde el stock observa una disminución equivalente a U\$S 19.170 millones, mientras que los servicios de intereses correspondientes caen unos U\$S 6.970 millones.

### 3.2.4 Algunos detalles sobre las ofertas recibidas

De las ofertas de bonos elegibles recibidas por parte de los acreedores a cambio de los bonos nuevos pueden hacerse diversas digresiones. Más allá del resultado final de la asignación de los nuevos bonos, durante el proceso de oferta se observó gran preferencia por parte de los poseedores de los bonos elegibles para optar por los bonos par y cuasipar. Esta sobreoferta de bonos elegibles superó la cantidad de bonos par a asignar en un 36%, mientras que superaron la asignación de los cuasipar en un 26%. Los bonos elegibles que no fueron asignados en alguno de estos dos tipos se los canjea por bonos discount.

En resumen la deuda reestructurada quedó compuesta de la forma expuesta en el Cuadro 12.

Por otra parte Los Bonos elegibles del tipo Pagaré se cambiaron en casi su totalidad, al igual que los nominados en Yenes y en menor cuantía los Brady, mientras que los que menor éxito tuvieron en el canje fueron los nominados en euros, con una aceptación entre los

Cuadro 8 (Cont.)

### Monto de emisión de los Nuevos Títulos

	Moneda	Legislación	Monto	Nacional Total
Título Vinculado al PIB	dólares	Ley NY	14.476.381.800	
		Ley Argentina	2.924.834.812	
	euros	Ley UK	11.864.445.233	
		pesos	Ley Argentina	86.445.909.195
	yenes	Ley Japón	38.368.642.000	

Cuadro 9

### Deuda pre y post reestructuración (\*)

Ratios	Dec-01	Abr-05 (*)
Servicios de intereses / Exportaciones	38%	9%
Stock Deuda Pública / Exportaciones	544%	364%
Stock Deuda en Moneda Extranjera / Exportaciones	527%	204%
Servicios de Intereses / Reservas Internacionales Líquidas	70%	15%
Servicios de Intereses / Recursos Tributarios	22%	10%
Deuda en pesos / Deuda Total	3%	37%

(\*) Datos preliminares. Estos valores no hacen referencia a la deuda elegible que voluntariamente no participó en el canje.

Fuente: [http://www.mecon.gov.ar/basehome/comunicados\\_prensa/180305\\_anuncio\\_resultados.pdf](http://www.mecon.gov.ar/basehome/comunicados_prensa/180305_anuncio_resultados.pdf), pág.28.

Cuadro 10

### Deuda Pública pre y post reestructuración

Indicadores	Dec-01	Abr-05 (*)	Diferencias
Servicios de intereses (M USD)	10.175	3.205	6.970
Stock de Deuda Pública (M USD)	144.453	125.283	19.170
Exportaciones de bienes (M USD)	26.543	34.453	7.910
Reservas Internas Líquidas (M USD)	14.546	20.698	6.152
Recursos tributarios (M pesos)	46.804	93.255	46.451
PIB nominal (M USD) (**)	127.951	173.000	45.049

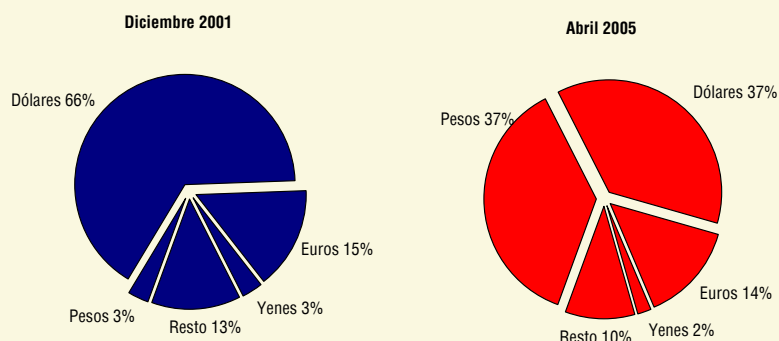
(\*) Datos estimados

(\*\*) PIB en U\$S calculado al TCRT de fines de 2005

Gráfico 11

### Composición de la deuda por monedas

En % del total



poseedores de estos títulos del 62,7 % (Cuadro 13).

Desde el punto de vista de la moneda de emisión de los bonos elegibles, son los emitidos en yenes los que más se canjearon en proporción al monto original, siguiéndole los emitidos en pesos indexados (Cuadro 14).

Los bonos elegibles fueron emitidos bajo diversas legislaciones (Cuadro 15) y, como se mencionara anteriormente, tras el canje las mismas redujeron a solo cuatro.

Cuadro 11

### Asignación de bonos a los acreedores

En millones de US\$

Asignación de Bonos	Ofertado	Asignado	Sobre demanda
Par	20.337	15.000	135,6%
Cuasi-par	10.486	8.329	125,9%

Cuadro 12

### Resultados de la reestructuración

En millones de US\$

Bonos	Deuda 'vieja'	Deuda 'reestructurada'
Par	15.000	15.000
Descuento	35.405	11.932
Cuasi-Par	11.913	8.329
Total	62.318	35.261

Cuadro 13

**Composición del canje según: Bono original**

Tipo de Bono original	Monto ofertado en USD	Total Elegible en USD	% Ofertado de Total elegible
Bonos pagaré	3.139	3.145	99,8%
YENES	2.978	3.143	94,8%
BRADY	3.269	3.565	91,7%
LETES	659	750	87,9%
BOCONES	1.894	2.164	87,5%
BONTES	3.390	3.939	86,1%
Globales	25.316	30.756	82,3%
OTROS	2.774	4.224	65,7%
EUROS	18.899	30.151	62,7%
TOTAL	62.318	81.837	76,1%

Cuadro 14

**Composición del canje según: Moneda de origen**

Moneda original	Monto ofertado en USD	Total Elegible en USD	% Ofertado de Total elegible
Yen	2.978	3.143	94,8%
Peso Indexado	9.075	10.579	85,8%
Dólar	30.378	36.076	84,2%
Libra esterlina	314	376	83,6%
Franco Suizo	181	243	74,5%
Euro	19.096	30.393	62,8%
Peso(*)	296	1.027	28,8%
Total	62.318	81.837	76,1%

(\*) Emisión directa

Cuadro 15

**Composición del canje según: Legislación original**

Legislación original	Monto ofertado en USD	Total Elegible en USD	% Ofertado de Total elegible
Japonesa	1.693	1.793	94,4%
Argentina	9.344	10.833	86,3%
Nueva York	29.362	36.011	81,5%
Otras	671	973	69,0%
Reino Unido	10.223	15.032	68,0%
Alemana	11.025	17.194	64,1%
Total	62.318	81.836	76,2%

## Sector Externo

- El superávit de cuenta corriente en el año fue de US\$ 3.029 millones, US\$ 4.341 millones inferior al superávit de 2003. En términos del PIB, bajó de 5,8% a 2% entre ambos períodos.
- La reducción de la cuenta corriente del año fue más que compensada por la evolución de la cuenta financiera, y como resultado las reservas internacionales aumentaron más que en 2003.
- Hubo una reducción de US\$ 4.341 millones en el superávit de cuenta corriente, lo cual está asociado al mayor nivel de actividad económica, tres cuartas partes de la cual obedece al menor superávit de la cuenta mercancías.
- Las exportaciones de bienes crecieron 17% en el año, con un significativo aumento de cantidades en la segunda mitad del año. Se destacaron los aumentos de MOA y MOI, que fueron de 19% y 24%, respectivamente. Las importaciones de bienes crecieron 61%, con aumentos en todos los rubros, especialmente bienes de capital.
- Se revirtió el signo del saldo de la cuenta financiera, que pasó de egresos netos por US\$ 3.011 millones en 2003 a ingresos netos por US\$ 2.149 millones en 2004. La cuenta financiera del sector privado no financiero pasó de egresos netos por US\$ 4.647 millones en 2003 a ingresos netos por US\$ 291 millones en 2004.
- Aún con pagos netos (capital e intereses) a organismos internacionales por US\$ 3.477 millones en el año, las reservas del BCRA aumentaron en el año US\$ 5.320, alcanzando a fines de diciembre pasado US\$ 19.646 millones.



## SECTOR EXTERNO

### 1. Principales aspectos del balance de pagos en 2004<sup>1</sup>

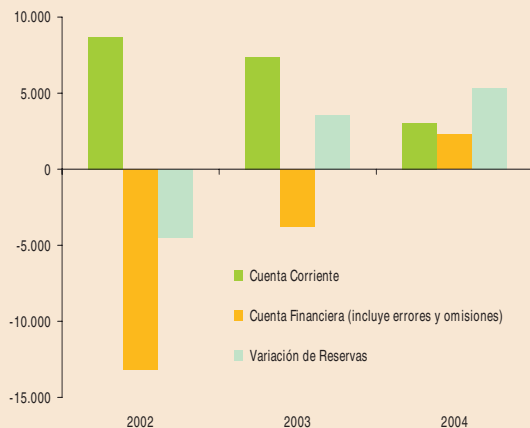
El superávit de cuenta corriente en el año fue de US\$ 3.029 millones, equivalente a 2% del PIB. Su nivel se redujo en US\$ 4.341 millones respecto del superávit correspondiente a 2003 (Cuadros 1 y 2). Esta disminución fue consecuencia del fuerte aumento del nivel de actividad, reflejado en un menor superávit comercial y en un mayor egreso devengado por utilidades y dividendos. En contraposición se revirtió el signo del saldo de la cuenta financiera, que pasó de egresos netos por US\$ 3.011 millones a ingresos netos por US\$ 2.149 millones, es decir que se redujo de un nivel de 2,4% del PIB en 2003 a otro de 1,4% en 2004. Esta reversión de US\$ 5.160 millones, debida principalmente al comportamiento de la cuenta financiera del sector privado no financiero, compensó el menor superávit en cuenta corriente mencionado y permitió un aumento de las reservas internacionales de US\$ 5.320 millones, que llevó el nivel de reservas del BCRA a US\$ 19.646 millones (12,9% del PIB) (Gráfico 1).

Cuadro 1  
Resultados del balance de pagos  
En millones de u\$s

	Año 2003					Año 2004				
	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total
<b>Cuenta Corriente</b>	1.921	2.845	1.526	1.079	7.370	382	1.664	499	484	3.029
<b>Cuenta Financiera</b>	-1.037	-784	-235	-885	-2.941	182	1.258	282	471	2.194
<b>Reservas Internacionales del BCRA</b>	70	1.651	1.236	624	3.581	884	2.569	719	1.147	5.320

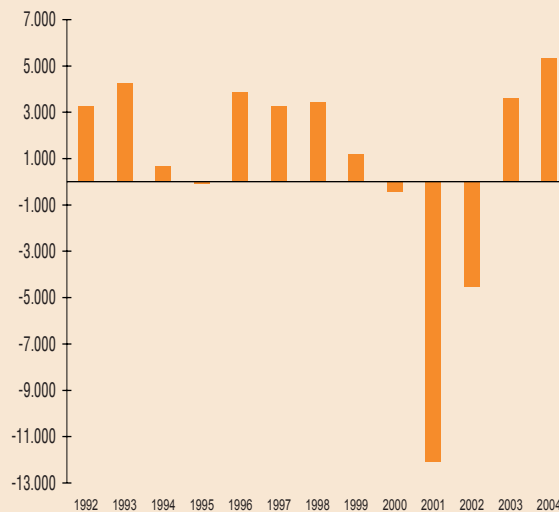
Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Gráfico 1  
Principales componentes del balance de pagos  
En millones de u\$s



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Gráfico 2  
Reservas Internacionales del BCRA  
En millones de u\$s



<sup>1</sup> Para una información más detallada consultar "Estimaciones trimestrales del Balance de Pagos y de Activos y Pasivos Externos de la República Argentina. 2003 y 2004" en <http://www.mecon.gov.ar/cuentas/internacionales>

En el último trimestre del año la cuenta corriente también presentó una reducción del superávit. Se registró un ingreso neto de US\$ 484 millones en 2004 contra un superávit de US\$ 1.079 millones en igual período del año anterior. Los factores que incidieron en la baja del superávit fueron los mismos que a nivel anual. Sin embargo en el cuarto trimestre del año, el superávit de la cuenta mercancías se estimó en US\$ 2.910 millones con una moderada reducción respecto del superávit de igual trimestre del año anterior. Este resultado refleja la aceleración en el trimestre del crecimiento interanual de las exportaciones (21%) y la reducción en el crecimiento de las importaciones (46%). El saldo de la cuenta financiera también revirtió su signo, pasando de una salida neta por US\$ 887 millones a ingresos netos por US\$ 469 millones. La variación de reservas fue de US\$ 1.147 millones en tanto que en igual trimestre del año anterior había sido de US\$ 624 millones (Cuadro 3, Gráfico 2).

Se recuerda que la estimación de la cuenta corriente registra operaciones “devengadas”, por lo tanto incluye en el débito de intereses los vencimientos no pagados (atrasos), estimados en US\$ 1.535 millones para el trimestre y US\$ 5.655 millones para el año. En este sentido, el reciente canje de la deuda pública generará una reducción anual significativa de los intereses devengados para el año 2005.

En el año el superávit de la cuenta mercancías fue de US\$ 13.267 millones (8,7% del PIB) contra US\$ 16.448 millones (12,9% del PIB) del año anterior. La caída de US\$ 3.181 millones reflejó un crecimiento de las exportaciones de 17% y un aumento de las importaciones de 61% (Gráfico 3).

Del aumento anual de las exportaciones 9,3 puntos correspondieron a aumentos de precios y 6,6 puntos a aumentos de cantidades. Dentro del año se observó distinto comportamiento de los aumentos de precio y cantidad, predominando los aumentos de precio en el primer semestre y los de cantidad en el segundo.

**Cuadro 2**  
**Resumen del balance de pagos (1)**  
en millones de u\$s

	2003		2004	
	IV	Total	IV	Total
<b>Cuenta corriente</b>	1.079	7.370	484	3.029
<b>Mercancías</b>	3.265	16.448	2.910	13.267
Exportaciones fob	7.336	29.566	8.842	34.453
Importaciones fob	4.070	13.118	5.933	21.185
<b>Servicios</b>	-199	-1.448	-279	-1.733
Exportaciones de servicios	1.245	4.048	1.442	4.937
Importaciones de servicios	1.444	5.496	1.721	6.670
<b>Rentas</b>	-2.137	-8.208	-2.354	-9.210
Renta de la inversión	-2.133	-8.187	-2.348	-9.182
Intereses	-1.831	-7.319	-1.677	-6.841
Crédito	694	2.613	827	2.927
Débito (2)	2.525	9.932	2.504	9.768
Utilidades y Dividendos	-302	-868	-671	-2.342
Crédito	90	451	160	585
Débito	391	1.319	831	2.927
Otras Rentas	-4	-21	-6	-27
Transferencias corrientes	149	578	207	705
<b>Cuenta capital y financiera</b>	-885	-2.941	471	2.194
Cuenta capital	2	70	2	45
Act no financieros no producidos+condonación deudas	2	70	3	0
<b>Cuenta financiera</b>	-887	-3.011	469	2.149
Sector Bancario	-1.145	-3.001	-1.014	-3.097
BCRA	-521	-868	-863	-1.990
Otras entidades financieras	-624	-2.133	-151	-1.107
Sector Público no Financiero	993	4.637	1.288	4.955
Gobierno Nacional	1.002	4.735	1.402	5.081
Gobiernos Locales	45	167	22	191
Empresas y otros	-53	-265	-136	-317
Sector Privado No Financiero (2)	-735	-4.647	196	291
<b>Errores y Omisiones Netos</b>	430	-848	192	97
Variación de Reservas Internacionales	624	3.581	1.147	5.320
Reservas Internacionales del BCRA	714	3.643	1.422	5.527
Ajuste por tipo de pase	90	62	275	208
Asignación de DEGs	0	0	0	0
<b>DE MEMORANDUM</b>				
Importaciones CIF	4.284	13.834	6.252	22.320

(1) Cifras provisionarias

(2) Incluye intereses vencidos no pagados (atrasos)

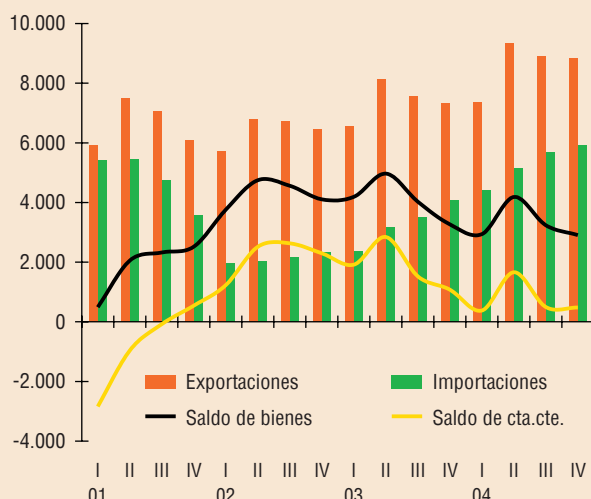
Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

**Cuadro 3**  
**Cuenta corriente y sus principales componentes**  
en millones de u\$s

	4to. trimestre			Total Anual		
	2004	2003	Variación	2004	2003	Variación
Cuenta corriente	484	1.079	-595	3.029	7.370	-4.341
Bienes	2.910	3.265	-355	13.267	16.448	-3.181
Exportaciones	8.842	7.336	1.506	34.453	29.566	4.887
Importaciones	5.933	4.070	1.863	21.185	13.118	8.067
Servicios	-279	-199	-80	-1.733	-1.448	-285
Rentas de la Inversión	-2.348	-2.133	-215	-9.182	-8.187	-995
Utilidades y Dividendos	-671	-302	-369	-2.342	-868	-1.474
Intereses	-1.677	-1.831	154	-6.841	-7.319	478
Transferencias corrientes	207	149	58	705	578	127

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

**Gráfico 3**  
**Exportaciones e importaciones de bienes,**  
**saldo de bienes y saldo de cuenta corriente**  
en millones de u\$s



2003. El aumento del egreso neto correspondió exclusivamente a utilidades y dividendos. Por su parte, los pagos netos devengados de intereses del año se estimaron en US\$ 6.841 millones (4,5% del PIB) en comparación con egresos netos por US\$ 7.319 millones (5,7% del PIB) en 2003. A nivel trimestral el egreso neto de rentas de la inversión fue de US\$ 2.348 millones con un aumento interanual de US\$ 215 millones.

En el año el saldo de la cuenta financiera registró un ingreso neto de US\$ 2.149 millones contra egresos netos por US\$ 3.011 millones en 2003. A nivel trimestral se operó un cambio análogo. El saldo de la cuenta pasó de una salida neta estimada de US\$ 887 millones en el cuarto trimestre de 2003 a un ingreso neto de US\$ 469 millones en el cuarto trimestre de 2004. En ambos casos la principal causa del cambio fue el comportamiento del sector privado no financiero, que pasó de egresos netos por US\$ 4.647 millones durante 2003 a ingresos por US\$ 291 millones en el presente año. También contribuyó la reducción en US\$ 1.000 millones de la salida neta del sector financiero. Este comportamiento fue compen-

El aumento de las exportaciones fue generalizado, destacándose en este sentido las MOA y MOI.

Las MOI crecieron en el año 24%; 15 puntos debido a mayores cantidades y 7 puntos a mayores precios. A su vez el aumento del cuarto trimestre en relación a igual período del año anterior fue de 39%. Esta diferencia entre una y otra tasa refleja la aceleración del crecimiento de las exportaciones de manufacturas industriales operada en el transcurso del año. El aumento de las exportaciones se originó principalmente en los sectores material de transporte terrestre; productos químicos y conexos; materias plásticas y sus manufacturas; máquinas y aparatos, material

eléctrico; metales comunes y sus manufacturas; y papel, cartón, impresos y publicaciones (Gráfico 4).

Las importaciones aumentaron 46% i.a. en el último trimestre de 2004, y en el año lo hicieron 61%. En el año aumentaron todos los rubros, destacándose bienes de capital. Es interesante hacer notar que durante el cuarto trimestre la elasticidad de las importaciones respecto del ingreso –medida como un cociente de tasas de crecimiento interanual– se ubicó por debajo de los altos niveles que venía registrando hasta ahora, lo que podría indicar una tendencia a la reducción del valor de dicha elasticidad (Gráfico 5).

Se estima para el trimestre un déficit de la cuenta servicios de US\$ 279 millones. En el año el déficit fue de US\$ 1.733 millones (US\$ 1.448 millones en el 2003), los ingresos aumentaron en US\$ 889 millones y los egresos en US\$ 1.174 millones debido básicamente a la evolución de las cuentas viajes y transporte.

En 2004 el saldo de rentas de la inversión representó un egreso neto estimado en US\$ 9.182 millones contra US\$ 8.187 millones de



sado en parte por la reducción de los ingresos netos del sector público y BCRA, que se relaciona con los mayores pagos de capital a organismos internacionales en 2004.

El Cuadro 5 en la página siguiente, presenta los flujos de balance de pagos clasificados según sean fuente o uso de divisas. Las principales fuentes de financiamiento del balance de pagos en el año fueron el superávit en cuenta corriente, la inversión extranjera directa y el financiamiento excepcional que constituye la acumulación de atrasos de intereses (dado que este devengamiento se incluye en el débito de intereses de la cuenta corriente como un uso)<sup>2</sup>. Los principales usos fueron el aumento de las reservas internacionales y la formación de activos del sector privado no financiero. En relación a 2003 perdió peso como fuente del balance de pagos el superávit en cuenta corriente y ganó importancia la inversión extranjera directa.

La contribución de los distintos sectores al balance de pagos (esto es, la cuenta corriente y cuenta financiera de cada sector consolidadas) muestra que, al igual que en 2003, en 2004 el superávit del sector privado no financiero financió casi la totalidad de la acumulación de reservas internacionales y los egresos netos de los sectores público no financiero y BCRA, y financiero. Cabe destacar que la contribución del sector privado no financiero se mantuvo en 2004 (en relación a 2003) a pesar de la fuerte reducción en su cuenta corriente, ya que esta reducción fue compensada por la variación del saldo de la cuenta financiera (que revirtió su signo de egreso neto a ingreso neto) (Gráfico 7).

La contribución de los distintos sectores al balance de pagos (esto es, la cuenta corriente y cuenta financiera de cada sector consolidadas) muestra que, al igual que en 2003, en 2004 el superávit del sector privado no financiero financió casi la totalidad de la acumulación de reservas internacionales y los egresos netos de los sectores público no financiero y BCRA, y financiero. Cabe destacar que la contribución del sector privado no financiero se mantuvo en 2004 (en relación a 2003) a pesar de la fuerte reducción en su cuenta corriente, ya que esta reducción fue compensada por la variación del saldo de la cuenta financiera (que revirtió su signo de egreso neto a ingreso neto) (Gráfico 7).

## 2. Cuenta Corriente

### El balance de bienes

En el cuarto trimestre de 2004 las exportaciones de bienes fueron 21% superiores a las de igual período de 2003 alcanzando US\$ 8.842 millones. Este resultado se explica por las mayores cantidades embarcadas que registraron un incremento interanual de 18%,

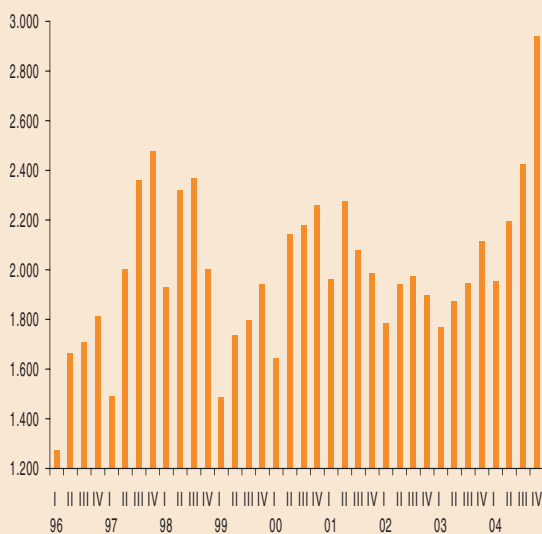
### CUADRO 4 Evolución de las exportaciones por trimestre durante 2004

#### Tasa de variación interanual

	2004			
	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.
Precio	8,1%	17,5%	8,9%	2,4%
Cantidad	3,7%	-2,1%	8,3%	17,6%

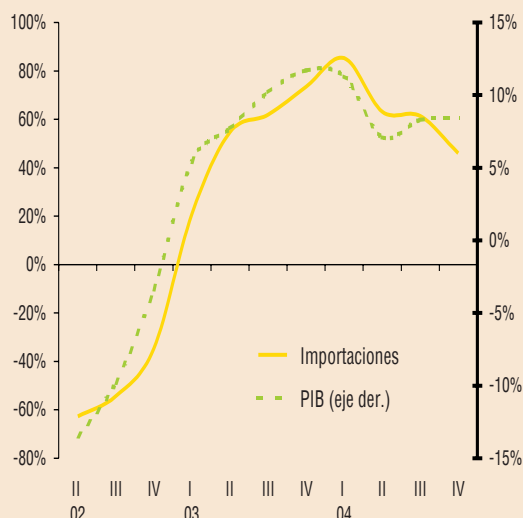
Fuente: Precios y Cantidades del Comercio Exterior

Gráfico 4  
Exportaciones trimestrales de MOI  
En millones de US\$



Fuente: INDEC

Gráfico 5  
Tasas interanuales de las importaciones de mercancías y del PIB  
Tasas de crecimiento interanuales



Fuente: INDEC

<sup>2</sup> Los atrasos de capital también son fuentes de financiamiento excepcional del balance de pagos, pero debido al sistema de registro se cancelan con los correspondientes vencimientos devengados.

Cuadro 5  
Composición del financiamiento  
En millones de u\$s

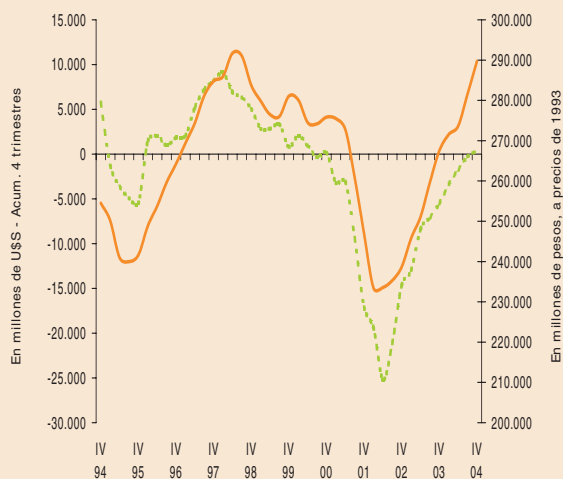
	Años			Trimestres 2004			
	2002	2003	2004	I	II	III	IV
<b>Usos</b>	10.251	7.676	7.623	1.364	3.071	1.112	2.076
Déficit de cuenta corriente	0	0	0	0	0	0	0
<b>Aumento de reservas internacionales del BCRA</b>	1.014	3.581	5.320	884	2.569	719	1.147
<b>Formación de activos</b>	8.928	5.215	3.193	849	568	851	925
Sector público no financiero (1)	-675	140	219	32	63	49	76
Sector financiero	-1.030	-399	-657	-438	-37	-214	31
Sector privado no financiero	10.633	5.474	3.631	1.255	542	1.016	818
<b>Operaciones en el mercado secundario (2)</b>	308	-1.120	-889	-368	-67	-459	4
<b>Fuentes</b>	10.250	7.677	7.624	1.364	3.071	1.112	2.076
<b>Superávit de cuenta corriente</b>	8.682	7.370	3.029	382	1.664	499	484
<b>Disminución de reservas internacionales del BCRA</b>	5.530	0	0	0	0	0	0
<b>Cuenta capital</b>	406	70	45	3	3	36	2
<b>Endeudamiento neto</b>	-4.607	-869	284	-782	552	-282	796
incluye atrasos por intereses	4.868	5.313	5.655	1.557	1.418	1.145	1.535
<b>IED + IC acciones</b>	2.033	1.952	4.167	1.441	1.203	921	603
<b>Errores y omisiones</b>	-1.794	-848	97	320	-353	-62	192

(1) Incluye operaciones de compra venta de títulos nacionales por el BCRA.

(2) Compra de títulos públicos de la deuda externa por parte del sector privado no financiero en el mercado secundario (signo "-" indica venta).

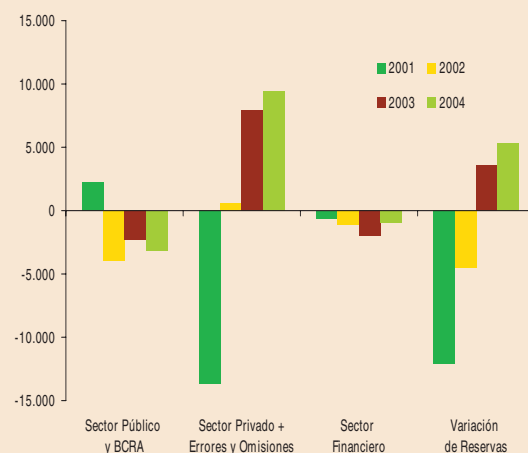
Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Gráfico 6  
PIB y cuenta financiera del sector  
privado no financiero



Fuente: INDEC

Gráfico 7  
Contribución al balance de pagos por  
sectores  
En millones de u\$s



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales

en tanto que los precios crecieron 2%. Por su parte, las importaciones F.O.B. totalizaron US\$ 5.933 millones, 46% más que en el cuarto trimestre de 2003, de manera que el saldo del balance comercial registró un superávit de US\$ 2.910 millones, US\$ 356 millones menos que en igual período del año anterior.

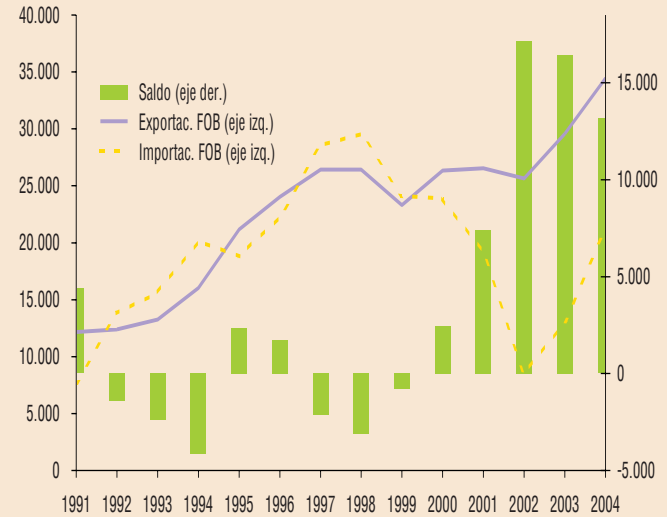
Durante el año 2004 las exportaciones de bienes alcanzaron un nuevo récord histórico, totalizando US\$ 34.453 millones (22,7% del PIB), 17% más que en 2003 (ver Gráfico 8).

Este aumento se explica principalmente por los mayores precios de exportación, en particular combustibles y commodities agropecuarios, y en menor medida por el aumento de las cantidades exportadas de manufacturas agropecuarias e industriales, sobre todo en el segundo semestre del año. Las importaciones F.O.B. sumaron US\$ 21.185 millones, 62% más que en 2003, debido fundamentalmente al crecimiento del PIB (8,8%), ya que las mismas se caracterizan por ser altamente procíclicas. En consecuencia, el saldo del balance comercial fue superavitarario en US\$ 13.267 millones (8,7% del PIB), US\$ 3.181 millones menos que el año anterior.

El mayor saldo comercial se registró, al igual que el año anterior, con Chile por un valor de US\$ 3.420 millones, seguido por China con US\$ 1.229 millones, Países Bajos con US\$ 1.051 millones y España con US\$ 840 millones. Estos cuatro países explicaron 50% del saldo comercial total del país durante 2004. Por su parte, el intercambio comercial con Brasil, el principal socio del país, mostró en 2004 un déficit de US\$ 2.089 millones, lo que representa el mayor déficit de la historia, marcando un cambio de tendencia en la relación comercial que en los últimos años había sido superavitaria para la Argentina. El saldo negativo sólo es comparable con el registrado en 1992, que fue de US\$ 1.487 millones favorable a Brasil. De todas formas, en el último trimestre del año el mayor crecimiento de la economía brasileña impulsó el aumento de las ventas al país vecino permitiendo atenuar la tendencia iniciada en el tercer trimestre de 2003 cuando el comercio bilateral comenzó a ser deficitario para Argentina.

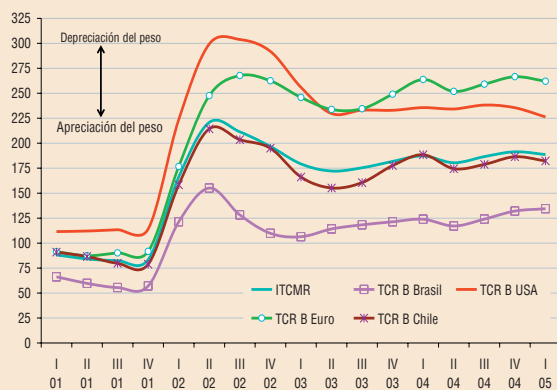
En 2004 el índice de los términos del intercambio resultó 2% superior al de 2003, ubicándose en el nivel más alto de toda la serie 1993-2004. No obstante, en el cuarto trimestre, los términos del intercambio retrocedieron 6% con relación al mismo período del año anterior, afirmando la tendencia iniciada en el tercer trimestre de 2004 cuando el menor aumento de los precios de exportación no pudo compensar los mayores precios de las importaciones.

**Gráfico 8**  
**Evolución del Comercio Exterior (Anual)**  
En millones de u\$s



Fuente: INDEC

**GRÁFICO AP.1**  
**Índice de tipo de cambio multilateral real y tipos**  
**de cambio reales bilaterales**  
 Base Enero 1998 = 100



(1) El índice de tipo de cambio real multilateral mide el precio relativo de los bienes y servicios de Argentina con respecto a los de los principales países o grupos de países con los cuales ésta mantiene relaciones comerciales (Brasil, Estados Unidos, Zona del Euro, Chile, China, Japón, Reino Unido, Uruguay, Paraguay, Corea, México, Canadá, Malasia, Egipto, Perú e India). La ponderación de los distintos tipos de cambio bilaterales considerados cambia anualmente y viene determinada por la participación de los respectivos socios comerciales en el comercio exterior argentino del año anterior al de la medición. Según la construcción del índice, un aumento significa una depreciación real del Peso Argentino, en tanto que una caída representaría una apreciación real.

**APARTADO 1**  
**Evolución del Tipo de Cambio**  
**Real Multilateral**

La Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (DNCI) del INDEC elabora un índice de tipo de cambio real multilateral que mide el precio relativo de los bienes y servicios de la Argentina con respecto a los de los principales países o grupos de países con los cuales ésta mantiene relaciones comerciales (Brasil, Estados Unidos, Zona del Euro, Chile, China, Japón, Reino Unido, Uruguay, Paraguay, Corea, México, Canadá, Malasia, Egipto, Perú e India).

La ponderación de los distintos tipos de cambio bilaterales considerados cambia anualmente y viene determinada por la participación de los respectivos socios comerciales en el comercio exterior argentino del año anterior al de la medición. Según la construcción del índice, un aumento significa una depreciación real del Peso Argentino, en tanto que una caída representaría una apreciación real.

En diciembre de 2004 el Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral (ITCRM-DNCI)<sup>3</sup> resultó 4% superior al valor registrado en igual período de 2003, determinando una mejora en la competitividad del Peso Argentino que para todo el año 2004 se ubicó 5% por encima del valor promedio registrado en 2003. Esta evolución se caracterizó por una moderada apreciación durante los primeros meses del año que luego fue más que compensada por la depreciación real verificada principalmente a partir de junio de 2004.

La depreciación real del Peso Argentino en 2004 se explica principalmente por el comportamiento de los tipos de cambio nominales, ya que la inflación minorista entre la Argentina y sus principales socios comerciales no presentó diferencias significativas. Al respecto, la baja internacional del Dólar frente a la mayoría de las monedas del mundo y la ligera apreciación del Peso Argentino con respecto a éste (1%), determinaron que la moneda argentina se deprecie en forma real frente a la mayoría del resto de las monedas que componen el índice, principalmente frente al Euro, el Real y el Peso Chileno. En los casos del Euro y el Real, las dos monedas con mayor ponderación en el índice (21% y 26% respectivamente para 2004), la depreciación alcanzó 8% con respecto al valor promedio de 2003, mientras que la variación del tipo de cambio bilateral con Chile fue de 10%.

Por el contrario, en el primer trimestre de 2005 pareciera producirse un cambio de tendencia. En marzo, el índice multilateral se ubicó por debajo del promedio de 2004 principalmente por la mayor inflación registrada en los primeros meses del año, y en menor medida por la incipiente revalorización del Dólar. El fortalecimiento de la moneda norteamericana marcaría una tendencia a la devaluación del resto de las monedas, una corriente de la que escapa la Argentina porque el Peso aquí se había mantenido al margen de la tendencia a la revalorización que el resto de las monedas había evidenciado en el último año frente a Dólar. Este nuevo escenario explica la apreciación real del Peso Argentino en el primer trimestre de 2005 con relación a la mayoría de las monedas que componen el índice.

<sup>3</sup> Los datos correspondientes al gráfico Ap.1 pueden ser consultados en el Apéndice Estadístico, en la carpeta de Sector Externo

## Exportaciones

En el año 2004 las exportaciones de bienes totalizaron US\$ 34.453 millones (36% del PIB), lo que representó un aumento de 17% con respecto a 2003, constituyendo un nuevo récord histórico. En la primera mitad del año, el principal impulso de las ventas externas provino de los elevados precios internacionales de los commodities agroindustriales exportados, principalmente soja, subproductos oleaginosos, cereales y carnes. Por el contrario, en la segunda parte del año, y en particular en el último trimestre, el mayor dinamismo vino del lado de las cantidades embarcadas, registrándose un importante incremento en los envíos de manufacturas de origen industrial, y en menor medida manufacturas de origen agropecuario. Los combustibles fueron los únicos bienes que se vieron favorecidos por los mayores precios internacionales a lo largo de todo el año. En el año los precios aumentaron 9% y las cantidades exportadas 7%. Por otra parte, los rubros que más se beneficiaron del aumento de las colocaciones externas fueron material de transporte terrestre, carnes, productos químicos y carburantes, que en conjunto explicaron cerca de 50% del aumento total de las exportaciones (ver Cuadro 6).

En lo que se refiere a la estructura de las exportaciones, las manufacturas de origen agropecuario (MOA) continuaron representando más de la tercera parte (35%) de las exportaciones argentinas.

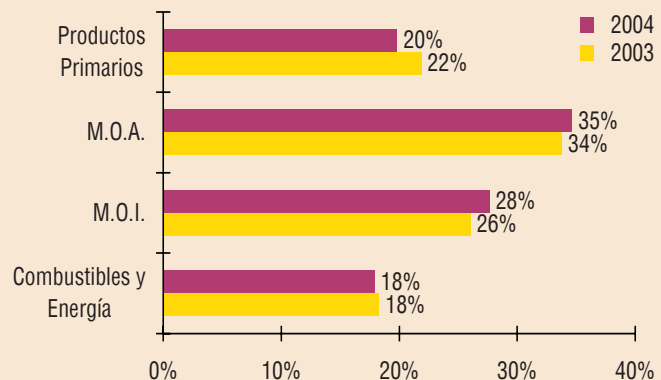
Las manufacturas de origen industrial (MOI) aumentaron su participación 2 puntos porcentuales (p.p.), alcanzando 28% del total exportado, a costa de los productos primarios (PP) que pasaron de 22% en 2003 a 20% en 2004. Los combustibles y energía (CyE) mantuvieron su participación en 18% del total (Gráfico 9).

Al analizar las exportaciones por tipo de bien, se observa que las ventas externas de PP experimentaron el menor aumento entre todos los grandes rubros (6%, US\$ 368 millones) debido a que el aumento en los precios (7%) fue parcialmente contrarrestado por la reducción en las cantidades exportadas (1%). Los principales productos que impulsaron el aumento fueron los cereales (US\$ 397 millones), el mineral de cobre y sus concentrados (US\$ 175 millones) y las frutas frescas (US\$ 65 millones), mientras que los rubros que disminuyeron su valor con respecto al año anterior fueron las semillas y frutos oleaginosos (US\$ 163 millones), los pescados y mariscos sin elaborar (US\$ 146 millones) y la miel (US\$ 40 millones). El principal destino de estos envíos fue el Resto con 59% del total, destacándose las mayores compras de los países africanos (principalmente Sudáfrica, Argelia, Kenya y Egipto) y la ASEAN (en particular Indonesia, Malasia y Filipinas). El segundo lugar lo ocupó la UE con el 23% de los envíos y un poco más atrás se ubicó el Mercosur con 15% del total de PP exportados en 2004.

Las exportaciones de MOA crecieron 19% (US\$ 1.941 millones) con respecto al año anterior, impulsadas tanto por las mayores cantidades embarcadas, que se incrementaron 10%, como por la favorable evolución de los precios de exportación (en particular, en el primer semestre) que aumentaron 9%. Este rubro explicó el mayor porcentaje (40%) de la suba total de las exportaciones durante el período, destacándose los aumentos registrados en carnes y sus preparados (US\$ 494 millones), residuos y desperdicios de la industria alimenticia (US\$ 343 millones), grasas y aceites vegetales (US\$ 337 millones) y productos lácteos (US\$ 255 millones). Los subproductos del complejo sojero afirmaron su presencia en mercados como la UE, China, India y Egipto, en tanto que las carnes recuperaron mercados que habían sido cerrados después de la aparición del brote de fiebre aftosa en 2001. Las carnes y sus preparados también se vieron favorecidos por la detección del mal de la vaca loca en Canadá y Estados Unidos, que redujo la oferta mundial, elevando los precios y aumentando la demanda de las carnes argentinas.

Por el lado de las MOI el aumento del valor exportado llegó a 24% (US\$ 1.819 millones) debido principalmente a la suba de las cantidades exportadas (15%) que se fue acelerando en los últimos meses del año, en tanto que los precios aumentaron 7%.

Gráfico 9  
Estructura de las exportaciones  
Participación porcentual por rubro



Fuente: INDEC

## Cuadro 6

**Causas de Variación de Rubros de Exportación**

Comparación año 2004 con respecto a 2003

	Variación en millones de US\$	Causa	Destinos que explicaron la variación (*)
<b>Productos Primarios</b>	368		
Pescados y mariscos sin elaborar	(146)	Menor captura de langostinos	UE
Miel	(40)	Caída en los precios internacionales y en las cantidades exportadas por problemas sanitarios en la miel argentina	UE y Resto
Frutas frescas	65	Aumento en los precios de manzanas y peras y en las cantidades de cítricos	Resto y UE
Cereales	397	Aumento en las cantidades de trigo por mejor cosecha	Resto (+) Mercosur (-)
Semillas y frutos oleaginosos	(163)	Caída en las cantidades embarcadas de soja y girasol	Resto y UE
Mineral de cobre	175	Aumento en el precio internacional del cobre	Resto
Otros	80		
<b>Manufacturas Origen Agropecuario</b>	1.941		
Carnes	494	Mayores cantidades por reapertura de mercados y, en menor medida, precios	Resto y UE
Productos Lácteos	255	Suba de cantidades, especialmente a Venezuela y Argelia y, en menor medida, precios	Resto
Grasas y Aceites	337	Incremento en los precios de los aceites de soja y girasol	Resto
Preparados de legumbres, hortalizas y frutas	82	Mayores precios internacionales	Mercosur
Residuos y desperdicios de la ind. Alimenticia	343	Mejores precios de exportación de los residuos de soja	Resto y UE
Pieles y Cueros	114	Mayores precios y, en menor medida, cantidades	Resto
Resto MOA	135	Mayores cantidades, especialmente manufacturas de madera	Nafta, Resto y Mercosur
Otros	183		
<b>Manufacturas de Origen Industrial</b>	1.819		
Productos químicos y conexos	459	Aumento de cantidades y en menor medida mayores precios	Mercosur y Resto
Materias Plásticas Artificiales	242	Aumento de cantidades y precios	Mercosur
Papel, cartón, imprenta y publicaciones	99	Mayores cantidades y precios de exportación	Resto
Metales comunes y sus manufacturas	125	Mejores precios de exportación	Nafta (+) UE (-)
Máquinas y aparatos, material eléctrico	191	Aumento en cantidades exportadas por mayor demanda de Brasil	Mercosur y Resto
Material de Transporte	636	Aumento en las cantidades por mayor demanda de Brasil, México y Estados Unidos	Mercosur, Nafta y Resto
Otros	67		
<b>Combustibles y Energía</b>	759		
Carburantes	372	Aumento en los precios	Resto y Nafta
Gas de petróleo y demás hidrocarburos gaseosos	259	Mayores precios y cantidades de butano, propano, gas natural y GLP	Resto
Otros	128		
<b>TOTAL</b>	<b>4.887</b>		

(\*) Los destinos considerados son: Mercosur, Nafta, Unión Europea y Resto. Fuente: INDEC

El rubro que más contribuyó a este aumento fue el de material de transporte terrestre, que incrementó sus ventas en US\$ 636 millones, 44% más que en 2003. México fue el principal destino de esta producción, desplazando al mercado brasileño que históricamente se llevaba el mayor porcentaje de estos embarques. También se destacaron los mayores envíos de productos químicos y conexos (US\$ 459 millones), materias plásticas artificiales (US\$ 242 millones) y máquinas y aparatos, material eléctrico (US\$ 191 millones), explicando entre los cuatro tipos de bienes cerca de 85% del aumento de las exportaciones de MOI. Por su parte, los vehículos de navegación aérea, marítima y fluvial registraron la única caída del rubro (US\$ 160 millones).

Las ventas externas de CyE registraron un incremento de 14% (US\$ 759 millones) explicado exclusivamente por la suba de precios (27%), ya que las cantidades exportadas retrocedieron 10%. Dentro del rubro sobresalen los aumentos en las exportaciones de carburantes (US\$ 372 millones) y gas de petróleo (US\$ 259 millones), que junto con las ventas de petróleo crudo explican 95% de las exportaciones de CyE. El Nafta explicó alrededor de 50% del aumento, principalmente por las mayores ventas de gasolinas a Estados Unidos.

En cuanto a los principales destinos de las exportaciones en 2004, el Resto<sup>4</sup> fue el bloque que captó el mayor incremento, aumentando sus compras en US\$ 2.616 millones. En menor medida, aumentaron las exportaciones al Mercosur y al Nafta (US\$ 1.119 millones y US\$ 895 millones respectivamente), mientras que las ventas dirigidas a la UE registraron una suba de US\$ 258 millones con respecto al año anterior (Ver Cuadro 7).

Si se analizan las exportaciones por país de origen, Brasil continuó siendo el principal destino de las ventas externas, concentrando aproximadamente 16% (US\$ 5.550 millones) de las mismas. Chile y Estados Unidos se ubicaron en segundo y tercer lugar con alrededor de 11% de las ventas externas en ambos casos (US\$ 3.824 millones y US\$ 3.663 millones respectivamente). Estos destinos junto con China (US\$ 2.730 millones) y España (US\$ 1.356 millones) concentraron cerca de la mitad de las exportaciones del país en 2004.

El destino que más influyó en el incremento de las exportaciones fue Brasil con un aumento de US\$ 816 millones, seguido por Estados Unidos (US\$ 639 millones), Chile (US\$ 288 millo-

**Cuadro 7**  
**Destinos que impulsaron cambios en los valores exportados**

	Contribución a var. por Gran Rubro y Rubro				(Var %)
	MERCOSUR	NAFTA	UE	RESTO	
<b>Productos Primarios</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-0,6%</b>	<b>-1,9%</b>	<b>9,9%</b>	<b>5,7%</b>
Pescados y Mariscos sin Elaborar	-0,3%	-2,6%	-19,6%	-1,0%	-23,5%
Miel	0,1%	-5,2%	-11,3%	-8,5%	-24,9%
Frutas Frescas	2,6%	-0,3%	5,5%	5,8%	13,6%
Cereales	-6,5%	-0,4%	-0,5%	24,6%	17,2%
Semillas y Frutos Oleaginosos	-0,0%	-1,0%	-2,4%	-4,7%	-8,2%
Mineral de Cobre y sus concentrados	2,7%	-1,4%	8,6%	27,6%	37,4%
<b>Manufacturas Origen Agropecuario</b>	<b>1,1%</b>	<b>2,2%</b>	<b>4,2%</b>	<b>11,9%</b>	<b>19,4%</b>
Carnes	0,7%	4,2%	20,2%	42,0%	67,2%
Productos Lácteos	0,6%	8,4%	1,2%	83,9%	94,1%
Grasas y Aceites	-0,4%	1,6%	0,6%	10,1%	11,9%
Residuos y desp de la Ind Alimenticia	0,3%	-0,2%	4,2%	5,5%	9,8%
Pieles y cueros	-0,2%	2,8%	4,0%	9,0%	15,6%
Resto MOA	4,5%	10,2%	1,4%	6,9%	23,1%
<b>Manufacturas de Origen Industrial</b>	<b>12,4%</b>	<b>4,7%</b>	<b>-0,2%</b>	<b>6,8%</b>	<b>23,6%</b>
Productos Químicos	14,8%	2,7%	3,4%	8,4%	29,4%
Materias plásticas artificiales	25,2%	0,9%	1,4%	7,3%	34,8%
Papel, cartón, imprenta	5,5%	0,7%	5,0%	14,3%	25,5%
Metales comunes	2,4%	9,1%	-4,7%	1,3%	8,1%
Máquinas y Aparatos	12,5%	-0,2%	1,2%	8,7%	22,2%
Material de transporte	19,6%	14,0%	0,0%	10,8%	44,4%
<b>Combustibles y Energía</b>	<b>3,0%</b>	<b>6,6%</b>	<b>-0,5%</b>	<b>4,9%</b>	<b>14,0%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>3,8%</b>	<b>3,0%</b>	<b>0,9%</b>	<b>8,8%</b>	<b>16,5%</b>

Fuente: INDEC

<sup>4</sup> En 2004 Chile fue el principal destino de las ventas al Resto con 23% del total exportado a dicho bloque seguido por China (16%), África (15%), Resto ALADI (11%), Medio Oriente (5%), ASEAN (5%), India (3%) y Japón (2%).

nes) y Venezuela (US\$ 287 millones). Las mayores exportaciones a Brasil se debieron básicamente al aumento en los envíos de automóviles y autopartes, aceites de petróleo (excepto los crudos), polietilenos e insecticidas, fungicidas y desinfectantes. En el caso de los Estados Unidos el resultado fue determinado principalmente por los incrementos en las ventas de aceites y gases de petróleo, mientras que en Chile los envíos de gases de petróleo explicaron cerca de la mitad del aumento. Por su parte, las mayores compras de Venezuela se verificaron fundamentalmente en leche en polvo, aceites de soja y carnes bovinas.

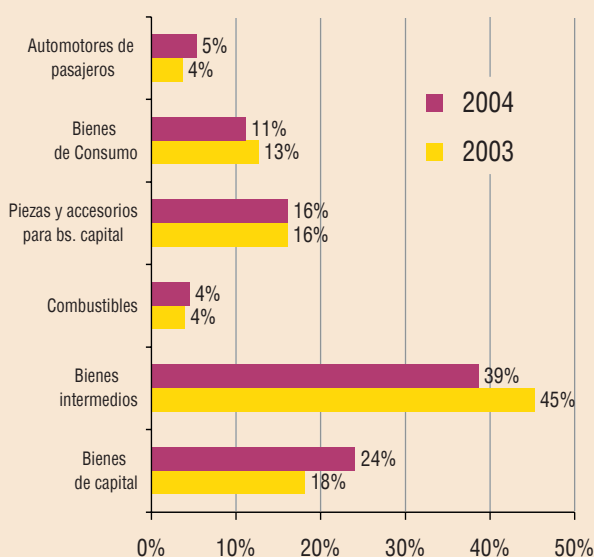
También se destaca el aumento registrado en las ventas a países no tradicionales o con poca participación en el total exportado, verificándose en 51 de estos destinos un crecimiento superior al 100%. Estos mercados representaban 2% del total exportado en 2003, mientras que en 2004 llegaron al 6%, aportando US\$ 1.209 millones más que el año anterior. Entre los aumentos más importantes se destacan Sri Lanka, que pasó de importar menos de US\$ 1 millón en 2003 a US\$ 54 millones en 2004, Kenia, que creció de US\$ 7 millones a US\$ 77 millones, y la República Democrática del Congo que compró por US\$ 17 millones en 2004 cuando en 2003 lo hizo por menos de US\$ 500.000.

Por su parte, los destinos que sufrieron las mayores bajas con respecto a 2003 fueron Tailandia (US\$ 148 millones) y Corea Republicana (US\$ 106 millones). La caída de las ventas a Tailandia se verificó fundamentalmente en soja, subproductos de soja y girasol, pescados y mariscos y productos laminados planos de hierro o acero sin alear, en tanto que las exportaciones a Corea se vieron reducidas principalmente en aceites crudos de petróleo y gases de petróleo.

## Importaciones

Durante el año 2004 las importaciones F.O.B. totalizaron US\$ 21.185 millones (US\$ 22.320 millones en valores C.I.F.), incrementándose 62% con respecto al año anterior y superando de esta forma el nivel registrado en 2001, cuando las mismas alcanzaron los US\$ 19.158 millones<sup>5</sup>. Este aumento se explica fundamentalmente por un incremento de 50% en las cantidades importadas, impulsadas por el crecimiento de la actividad económica, y una suba de 8% en los precios. No obstante, a partir del segundo semestre de 2004 se notó una natural desaceleración en las tasas de crecimiento de las importaciones respecto de lo que ocurrió en los primeros meses del año: mientras que en el primer trimestre las compras crecieron 85% y en los dos trimestres siguientes 63% y 61% respectivamente, en la última parte del año la tasa se redujo a 46%.

Gráfico 10  
Importaciones C.I.F. por uso económico  
Participación por uso económico



Fuente: INDEC

Al analizar las importaciones según su uso económico se advierte que todas las categorías incrementaron sus compras con respecto a 2003, destacándose los aumentos en bienes de capital (114%, US\$ 2.861 millones), bienes intermedios (38%, US\$ 2.366 millones) y piezas y accesorios para bienes de capital (62%, US\$ 1.372 millones). Las importaciones de estos tres tipos de bienes fueron las que mayor incidencia tuvieron en el aumento del valor importado en 2004, explicando 78% de la variación total. Por su parte, los vehículos automotores de pasajeros, de menor importancia relativa, crecieron a la tasa más alta (135%), alcanzando los US\$ 688 millones, en tanto que los bienes de consumo y los combustibles y lubricantes presentaron un crecimiento intermedio. De esta forma, los bienes de capital elevaron su importancia relativa llegando a representar 24% del total (6 p.p. más que en 2003), que sumado a las compras de

<sup>5</sup> En adelante los datos considerados para analizar las exportaciones argentinas durante el período corresponderán a los valores CIF de las mismas, ya que la información en valores FOB no siempre se encuentran disponibles al momento del Informe.



piezas y accesorios para bienes de capital explican 40% de las importaciones argentinas en 2004. Los bienes intermedios, a pesar de haber perdido 7 puntos de participación, continuaron siendo los principales productos de importación representando 39% del total (ver Gráfico 10).

El aumento en los precios de importación se explica por el alza en todos los usos, principalmente en los combustibles y lubricantes (22%) y, en menor medida, en los bienes intermedios (15%), registrándose el menor aumento en los bienes de capital (1%). Por el contrario, en cuanto a las cantidades importadas, los bienes de capital resultaron los más destacados con un significativo aumento de 112%, seguido por las piezas y accesorios para bienes de capital y bienes de consumo (59% y 51% respectivamente).

Los productos con mayor significación en valor absoluto en 2004 fueron los relacionados con el complejo automotriz, los aparatos de telefonía celular, las computadoras e impresoras y las aeronaves que ingresaron temporalmente, que a su vez constituyeron los productos que más crecieron con respecto a 2003.

Algunos de los principales bienes intermedios importados fueron los compuestos organo-inorgánicos (glifosato y demás compuestos para agroquímicos) y los abonos demandados por el sector agrícola, los polietilenos simples para la industria plástica y el mineral de hierro y sus concentrados utilizado en la industria metalúrgica, evidenciando los mayores aumentos los abonos y los polietilenos. Dentro de los bienes de capital, los aparatos de telefonía celular registraron el mayor incremento en valores absolutos y explicaron alrededor de 20% de estas compras. No obstante, también se registraron importantes incrementos en computadoras, automóviles para el transporte de mercancías, maquinaria agrícola, aeronaves y demás máquinas con destino a incrementar la capacidad productiva del país. Por el lado de las piezas y accesorios para bienes de capital sobresalieron las importaciones de partes y accesorios para la industria automotriz incluyendo los neumáticos, en tanto que dentro de los bienes de consumo se destacaron las compras de medicamentos, agentes de superficie orgánicos, aparatos receptores de radiodifusión (radiograbadores y autoestéreos), televisores y calzados (principalmente los deportivos).

Si se analizan los distintos orígenes de las importaciones C.I.F., la totalidad de los mismos registró aumentos con respecto al año anterior, destacándose las compras externas al Mercosur que se incrementaron US\$ 3.044 millones (59%) y, en menor medida, las provenientes del Resto<sup>6</sup> que aumentaron US\$ 2.233 millones (66%). Este comportamiento homogéneo determinó que no hubiera cambios relevantes en la participación relativa de las distintas zonas económicas, donde se denota un claro predominio del Mercosur con 37% del total importado, seguido por el Resto con 25%, mientras que la UE y el NAFTA aportan el 38% restante en partes iguales (ver Cuadro 8).

El aumento en las compras desde el Mercosur se explica principalmente por las mayores compras de bienes intermedios (US\$ 969 millones), bienes de capital (US\$ 895 millones) y vehículos automotores de pasajeros (US\$ 546 millones). En el NAFTA y la UE se destacan los incrementos en bienes de capital (US\$ 951 millones y US\$ 554 millones respectivamente) y bienes intermedios (US\$ 437 millones y US\$ 384 millones respectivamente), mientras que en las importaciones desde el Resto el mayor incremento en valores absolutos se registró en los bienes intermedios (US\$ 576 millones), seguido por las piezas y accesorios para bienes de capital (US\$ 478 millones).

Por otra parte, en todos los orígenes, exceptuando el Resto, el cambio más relevante en la composición del valor importado fue el aumento de la participación relativa de los bienes de capital en detrimento principalmente de los bienes intermedios y, en menor medida, de los bienes de consumo. En el Resto, los usos que más se beneficiaron de la menor participación relativa de los bienes intermedios fueron los combustibles y lubricantes seguidos por los bienes de capital y sus piezas y accesorios.

Si se analizan las importaciones CIF por país de origen, no se observan modificaciones importantes en cuanto a la composición de las mismas: Brasil continuó siendo el principal proveedor de bienes concentrando 34% del total importado (US\$ 7.568 millones), seguido por Estados Unidos (US\$ 3.388 millones), China (US\$ 1.429 millones) y Alemania (US\$ 1.094 millones). Al igual que durante 2003, más del 60% del total de las compras externas argentinas durante 2004 provino de estos cuatro países.

Brasil aumentó sus ventas a Argentina US\$ 2.869 millones (61%), siendo éste el mayor incremento en valor absoluto con respecto a 2003. Los mayores aumentos se verificaron en automóviles y autopartes, aparatos de telefonía celular, polietilenos simples y maquinaria agrícola (en especial máquinas para cosechar o trillar y tractores). Detrás de Brasil se ubicó Estados Unidos, con un incremento de US\$ 1.150 millones, seguido por China con US\$ 680 millones, México con US\$ 520 millones y Alemania con US\$ 325 millones.

<sup>6</sup> Durante el año 2004 el principal origen de las importaciones provenientes del Resto fue China con 25% del total importado desde dicho bloque, seguido por Japón (11%), Chile (7%), Resto ALADI (6%), ASEAN (6%) y Corea (5%).

Cuadro 8  
**Importaciones C.I.F. por tipo de bien y origen**

Tipo de bien	Participación porcentual de los destinos en cada rubro-año 2004				Variación % interanual - 2004 vs 2003				
	MERCOSUR	NAFTA	UE	RESTO	MERCOSUR	NAFTA	UE	RESTO	TOTAL
<b>Bienes de Capital</b>	32,6	29,2	19,0	19,2	104,2	153,1	118,9	80,6	113,7
<b>Bienes Intermedios</b>	39,1	19,3	18,6	23,0	40,2	35,6	31,5	40,9	37,8
<b>Combustibles</b>	26,0	6,4	6,6	61,1	23,7	69,6	77,8	133,4	83,1
<b>Piezas y Acc. p/Bienes de Capital</b>	27,1	17,4	25,4	30,2	58,6	42,0	61,8	78,4	61,6
<b>Bienes de Consumo</b>	35,3	13,1	19,2	32,3	34,0	32,4	25,2	73,7	42,4
<b>Vehículos Automotores de Pasajeros</b>	80,3	5,2	9,5	5,0	131,9	366,4	141,2	74,8	135,1
<b>Resto</b>	11,7	7,3	10,2	70,8	-11,1	100,0	55,6	3,2	8,7
<b>Total</b>	<b>36,8</b>	<b>19,4</b>	<b>18,8</b>	<b>25,0</b>	<b>58,9</b>	<b>66,8</b>	<b>54,4</b>	<b>66,5</b>	<b>61,3</b>

Fuente: INDEC

## Servicios

El déficit de la cuenta servicios aumentó 40% en el cuarto trimestre de 2004 con respecto a igual período del año anterior, alcanzando a US\$ 279 millones. En el año el déficit de servicios sumó US\$ 1.733 millones, 20% más que en 2003.

La cuenta fletes acumuló un saldo negativo de US\$ 185 millones en el trimestre y US\$ 645 millones en el año, lo que representó aumentos interanuales de 69% y 103% respectivamente, en ambos casos como consecuencia del mayor tráfico de mercadería importada y de la pérdida de participación relativa de los armadores residentes en el mercado.

La cuenta viajes presentó un saldo positivo en el trimestre de US\$ 104 millones, con un aumento de 402% con respecto a igual período del año anterior. Este resultado se explicó por el fuerte incremento en el crédito de la cuenta que superó el registrado en el débito. El aumento del crédito tuvo su origen en un mayor ingreso de pasajeros no residentes (14%) y un mayor gasto promedio en dólares de los mismos. Para el débito se estimó un aumento de 10% de la salida de argentinos al extranjero (principalmente hacia Uruguay) y un mayor gasto total por persona asociado a la apreciación real de todas las monedas con respecto al dólar entre el cuarto trimestre de 2004 e igual período de 2003. En el año la cuenta viajes registró un déficit de US\$ 400 millones, 21% menos que en 2003. Los ingresos aumentaron 28% mientras que los egresos subieron 18%. En ambos casos las variaciones se debieron en partes iguales a mayores pasajeros y mayor gasto promedio.

La cuenta regalías presentó en el cuarto trimestre del año un déficit de US\$ 108 millones, 54% más que en igual período de 2003, mientras que en el año el déficit alcanzó a US\$ 406 millones, 30% más que en el año anterior. El aumento sostenido del déficit de esta cuenta se origina principalmente en la mejora del nivel de actividad y, en menor medida, en la revaluación real del peso argentino.

## Transferencias corrientes

Las transferencias corrientes sumaron ingresos netos por US\$ 207 millones en el cuarto trimestre de 2004 y US\$ 705 millones en el año. El incremento anual de US\$ 126 millones (22%) se debió fundamentalmente a los mayores valores ingresados por los residentes en concepto de jubilaciones y pensiones abonadas por las cajas de seguridad social del exterior, debido en

## APARTADO 2

### Renta de la inversión extranjera directa (IED)

La evolución de la renta de la IED en los últimos años refleja la influencia de dos factores principales, el efecto de la tendencia del PIB y el nivel del precio del petróleo.

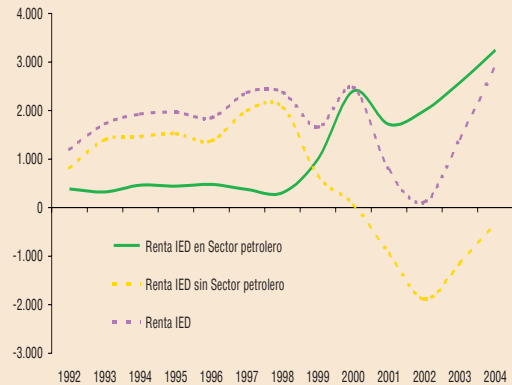
Si se analiza la evolución de la renta discriminando entre el sector petrolero y el resto se puede observar dos periodos claramente diferenciados: antes y después de 1999. Durante el año 1999 Repsol tomó el control de la petrolera YPF, lo cual significó que la renta del sector saltara de 400 millones (prom. 1992-1998) a 2.000 millones (prom. 2000-2002) y que alcanzara los 3.200 millones en el 2004.

El resto de los sectores muestran una evolución distinta, mientras que hasta el año 1998 la renta de este conjunto mostraba una tendencia creciente, llegando a superar los 2.000 millones, a partir del año 1999 se derrumba, cerrando el año 2002 con pérdidas por 1.900 millones, año a partir del cual se recupera con similar dinamismo, ya que en el 2004 alcanzó un punto cercano al equilibrio.

Como puede observarse, la renta del sector petrolero luego de la adquisición de YPF presenta un nuevo piso (que por su magnitud es determinante para el nivel de renta total), dependiente en gran medida del precio del barril (el cual llegó a niveles record en el 2004). Además, la reversión de las pérdidas del resto de los sectores motivada por la mejora en el nivel de actividad son las causas que explican que la renta de la IED alcanzara su máximo histórico en el año 2004.

Se aprecia en los gráficos que la renta del sector petrolero está asociada al precio internacional del barril. También se puede percibir que la renta del conjunto de sectores no-petroleros acompaña a la evolución del PIB.

Gráfico Ap.2 (a)  
Renta de la IED y del sector petrolero  
En millones de u\$s



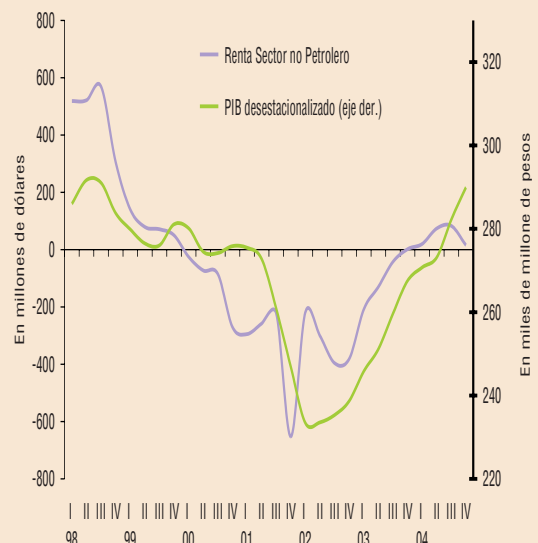
Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Gráfico Ap.2 (b)  
Renta petrolera y precio del petróleo



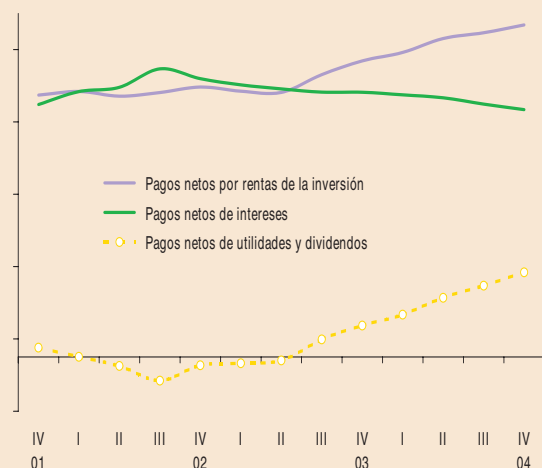
Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Gráfico Ap.2 (c)  
Renta no petrolera y PIB desestacionali-



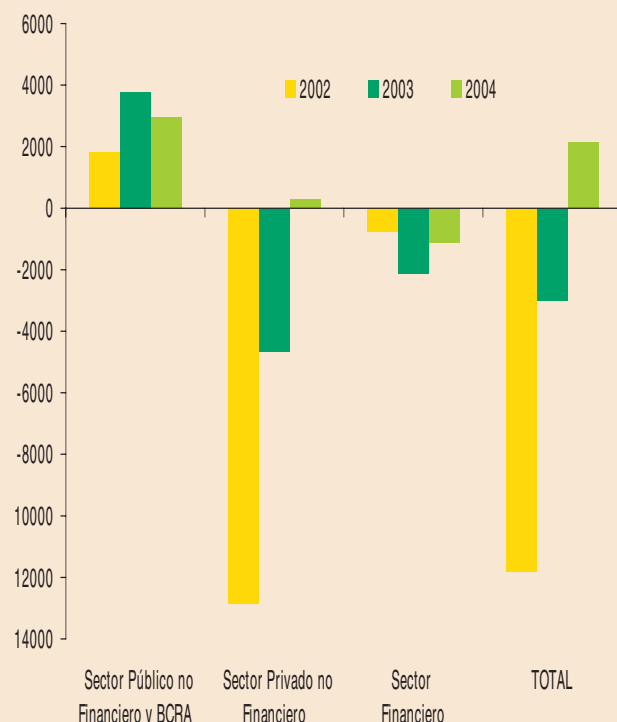
Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Gráfico 11  
Rentas de la inversión y componentes  
En millones de u\$s



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Gráfico 12  
Cuenta financiera por sectores  
En millones de u\$s



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

buena parte a la revaluación del euro con respecto al dólar. En menor medida contribuyó al aumento del rubro el mayor monto retenido en concepto de impuesto a las ganancias por el incremento de las operaciones corrientes, y los mayores ingresos en concepto de remesas de trabajadores desde el exterior.

## Rentas de la Inversión

El egreso neto por rentas de la inversión fue en el año de US\$ 9.182 millones, casi US\$ 1.000 millones superior al correspondiente a 2003. Este aumento se explica exclusivamente por el comportamiento de la cuenta utilidades y dividendos, que pasó de egresos netos por US\$ 868 millones a egresos netos por US\$ 2.342 millones, reflejando básicamente una mejora en la situación de las empresas de inversión directa.

Los egresos netos devengados de intereses del año se estimaron en US\$ 6.841 millones en comparación con egresos netos por US\$ 7.319 millones en 2003. La disminución respondió tanto al aumento del crédito como a la disminución del débito. El mayor crédito se debió los mayores ingresos devengados del BCRA por el aumento de las reservas internacionales y la tasa de interés internacional, y en segundo término del sector privado no financiero. La reducción del débito correspondió al sector privado en razón de la amortización de deuda. Cabe destacar que el débito de intereses incluye atrasos de intereses (vencimientos no pagados) por US\$ 5.655 millones de los cuales US\$ 5224 millones correspondieron al sector público no financiero.

A nivel trimestral el egreso neto devengado de rentas de la inversión fue de US\$ 2.348 millones con un aumento interanual de US\$ 215 millones. El egreso neto por utilidades y dividendos pasó de US\$ 302 millones a US\$ 671 millones en tanto que los intereses cayeron en US\$ 154 millones. Los atrasos de intereses en el trimestre sumaron US\$ 1.535 millones. De este total US\$ 1410 millones correspondieron al sector público no financiero.

## 3. Cuenta Financiera

### 3.1 Cuenta financiera

El saldo de la cuenta financiera en 2004 fue de US\$ 2.149 millones, con ingresos netos del sector público no financiero y BCRA por US\$ 2.965 millones, ingresos netos del sector privado no financiero por US\$ 291 millones y

## CUADRO 9

## Flujo neto con Organismos Internacionales - Sector Público no Financiero y BCRA

En millones de US\$

	Total	Total	Total	Año 2004				Total
	Año 2001	Año 2002	Año 2003	1er. Trim.	2do. Trim.	3er. Trim.	4To. Trim.	
<b>Amortizaciones</b>	2.164	8.774	14.152	3.774	893	970	1.215	6.851
<b>Desembolsos (1)</b>	13.379	6.592	13.340	3.664	396	220	299	4.579
<b>Flujo Neto sin Intereses</b>	11.215	-2.182	-811	-110	-497	-750	-916	-2.272
<b>Intereses</b>	1.592	1.692	1.596	337	254	330	283	1.205
<b>Flujo Neto con Intereses</b>	9.622	-3.875	-2.408	-447	-751	-1.079	-1.199	-3.477

(1) Incluye refinanciaciones y atrasos

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

egresos netos por parte del sector financiero por US\$ 1.107 millones. A nivel trimestral la cuenta financiera registró ingresos netos por US\$ 469 millones, que se descomponen en ingresos netos del sector público no financiero por US\$ 425 millones, ingresos netos del sector privado no financiero por US\$ 196 millones y egresos netos por parte del sector financiero por US\$ 151 millones.

### 3.2 Sector público no financiero y BCRA.

En el año el saldo del sector público no financiero y BCRA representó un ingreso de US\$ 2.965 millones (2% del PIB), con una reducción de US\$ 803 millones respecto de 2003. Al igual que a nivel trimestral, este saldo refleja básicamente los pagos de capital a organismos internacionales por US\$ 2.272 millones –equivalente a 1,5% del PIB- y la acumulación de atrasos de intereses por US\$ 5.224 millones (3,4% del PIB) como un financiamiento no voluntario (contrapartida de la inclusión de estos atrasos en el débito de intereses en la cuenta corriente). En el año se realizaron pagos de capital e interés a organismos in-

## CUADRO Ap.3

## Flujo de capital externo del Sector Privado

En millones de US\$

	2002	2003	2004
<b>Ene</b>	-1.244	-593	59
<b>Feb</b>	-657	-1.036	-426
<b>Mar</b>	-2.078	-894	-288
<b>Abr</b>	-1.447	-872	10
<b>May</b>	-2.303	-692	-278
<b>Jun</b>	-1.598	-362	354
<b>Jul</b>	-1.371	-720	-6
<b>Ago</b>	-1.090	-904	-288
<b>Sep</b>	-1.380	-622	-90
<b>Oct</b>	-744	-371	-171
<b>Nov</b>	-1.035	-510	-115
<b>Dic</b>	-728	-48	523
<b>Anual</b>	<b>-15.675</b>	<b>-7.624</b>	<b>-717</b>

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

## APARTADO 3

## Estimación mensual del flujo de capital privado

La estimación mensual del flujo externo de capital del sector privado<sup>7</sup> durante los últimos meses de 2004 profundiza la tendencia a la desaceleración de la salida de capital que se observa desde mediados de 2002, hasta mostrar en diciembre una significativa entrada neta por US\$ 523 millones, revirtiendo así el signo de las estimaciones.

<sup>7</sup> Cifras preliminares, sobre la base de una estimación del balance de pagos mensual muy sintético, orientado principalmente a contar con un indicador del flujo de capital del sector privado. Este flujo de capital privado es el equivalente a la suma de la cuenta financiera del sector privado no financiero, de la cuenta financiera de las otras entidades financieras, y de los errores y omisiones en la presentación trimestral del balance de pagos.

Gráfico Ap.3 (a)

**Estimación de la Salida Mensual de Capitales del Sector Privado**

En millones de US\$



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

El ingreso neto en el cuarto trimestre del año fue estimado en US\$ 237 millones, y en los primeros meses de 2005 se mantiene esta misma tendencia de ingreso neto.

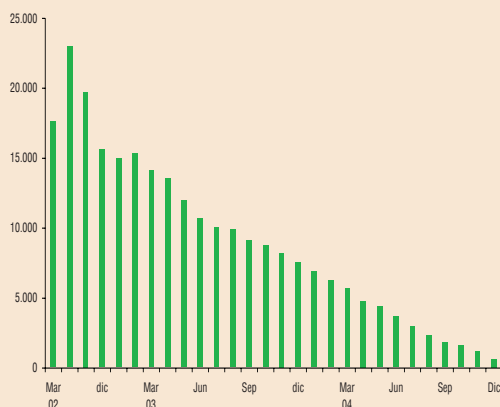
De esta manera, el año cierra con una marcada disminución de las salidas respecto de los dos años anteriores (US\$ 15.675 millones en 2002 y US\$ 7.624 millones en 2003), estimadas en US\$ 717 millones.

Por otra parte, resulta interesante destacar a lo largo del comportamiento de la serie, más allá de su tendencia decreciente, la sensibilidad de la misma a factores que suelen generar “ruido” en el mercado financiero, alterando temporalmente la preferencia de los agentes por activos denominados en moneda nacional.

La evolución de la serie, utilizando en cada mes los flujos acumulados de los últimos doce meses, muestra claramente la tendencia arriba mencionada.

El comportamiento de los flujos de capital privado tiene, obviamente, una clara correlación con las compras de divisas en el mercado por parte del Banco Central, que mostraron una cifra record en diciembre de US\$ 1.400 millones (aún si le sumáramos las compras del Tesoro en los meses- abril a julio - del año.

Gráfico Ap.3 (b)

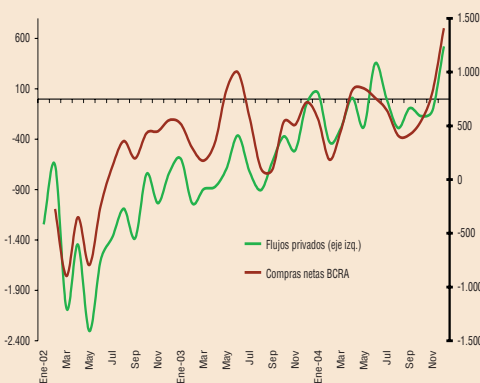
**Salida de Capitales del Sector Privado Acumulado 12 meses - En millones de U\$S**

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Gráfico Ap.3 (c)

**Flujos de capital privado y compras netas de reservas del BCRA al mercado**

En millones de US\$



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

ternacionales por US\$ 3.477 millones, con un aumento respecto de los pagos efectuados durante 2003 de US\$ 1.069 millones. Este aumento responde, al menos en parte, a la suspensión en agosto pasado del acuerdo con el FMI.

### 3.3 Sector privado

En el año el sistema financiero registró egresos netos por US\$ 1107 millones. Realizó cancelaciones netas de pasivos, principalmente líneas de crédito y bonos y títulos, por aproximadamente US\$ 860 millones, y disminuyó su tenencia de activos externos por alrededor de US\$ 130 millones. Por otra parte, la inversión directa alcanzó los US\$ 157 millones como consecuencia de aportes por capitalización de deudas por US\$ 537 millones y utilidades negativas estimadas en US\$ 380 millones (menores que las pérdidas por US\$ 706 millones del año anterior). Con respecto al cuarto trimestre el saldo de la cuenta financiera del sector bancario registró un egreso estimado en US\$ 151 millones, explicado por cancelaciones netas de pasivos y constitución de activos en el exterior.

En el año el saldo del sector privado no financiero fue estimado en un ingreso neto de US\$ 291 millones contra egresos netos en 2003 por US\$ 4.647 millones. La reversión del saldo de la cuenta se debió principalmente al aumento de pasivos netos con el exterior (financiamiento comercial e inversión directa) y a la menor formación de activos externos. En el trimestre la cuenta financiera del sector registró un ingreso neto estimado en US\$ 196 millones contra egresos netos por US\$ 735 millones en igual trimestre del año anterior. Los principales factores que explican este cambio de comportamiento son los mismos que a nivel anual.

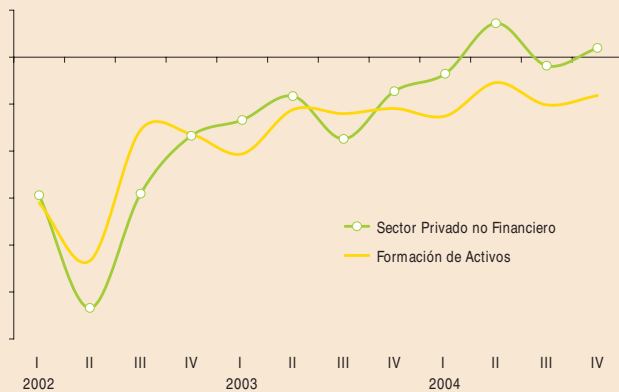
La continua reducción en el saldo negativo de la cuenta del sector (hasta la situación actual de reversión del signo) muestra, a diferencia de lo observado durante 2002 y gran parte de 2003, el efecto de la recuperación de los ingresos de la cuenta (aumento de los pasivos) más allá de la evolución de la formación de los activos externos. En relación a estos últimos, cabe destacar que en el cuarto trimestre se estimó una exportación neta de billetes extranjeros, cuando lo habitual en estos últimos años ha sido la importación neta (que constituye un componente importante para la estimación de los activos).

Los flujos de inversión extranjera directa (IED) del sector privado no financiero de 2004 mostraron una recuperación respecto

Gráfico 13

### Saldo del sector privado no financiero y formación de activos

En millones de US\$

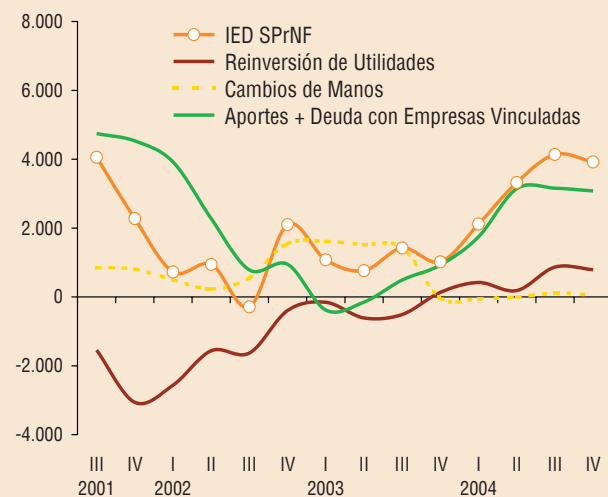


Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

Gráfico 14

### Flujo de Inversión Extranjera Directa en Argentina

En millones de US\$



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

## CUADRO 10

### Factores que explican la variación de la deuda externa del sector público

En millones de U\$S

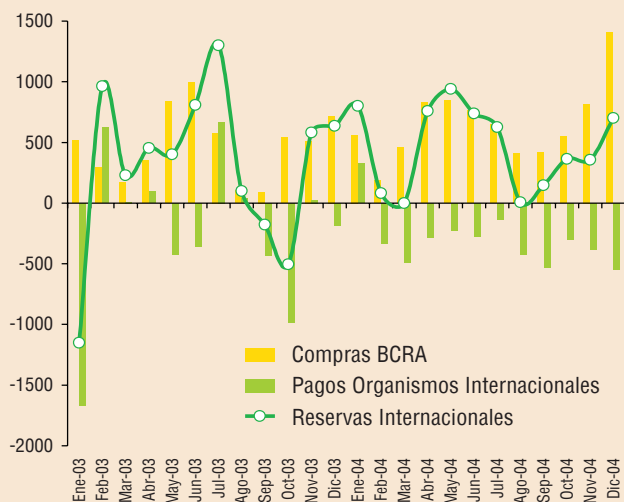
Variación trimestral		Variación anual	
Stock a fines de septiembre de 2004	110.652	Stock a fines de diciembre de 2003	105.895
Stock a fines de diciembre de 2004	115.884	Stock a fines de diciembre de 2004	115.884
Variación =(1)+(2)+(3)+(4)+(5)	5.232	Variación =(1)+(2)+(3)+(4)+(5)	9.989
(1) Vencimientos Netos	-962	(1) Vencimientos Netos	-2.367
Vencimientos Totales	-3.449	Vencimientos Totales	-17.186
Refinanciaciones, Colocaciones,		Refinanciaciones, Colocaciones,	
Desembolsos	450	Desembolsos	4.752
Atrasos	2.037	Atrasos	10.067
(2) Variación de Tipo de Cambio	4.713	(2) Variación de Tipo de Cambio	4.016
(3) Atrasos de Interés	1.410	(3) Atrasos de Interés	5.225
(4) Mercado Secundario	-197	(4) Mercado Secundario	2.557
(5) Otros	268	(5) Otros	558

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

## Gráfico 15

### Variación de reservas internacionales, compras de divisas del BCRA al sector privado y pagos a organismos internacionales

En millones de u\$S



Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

de los niveles registrados a partir de 2001 superando los US\$ 4.000 millones. Excepto los cambios de manos, que fueron poco significativos en el año, el resto de los conceptos mostraron ingresos importantes, destacándose la deuda con empresas vinculadas (neta de capitalizaciones) y en menor medida la reinversión de utilidades.

### 3.4 Deuda externa

El saldo total estimado a fines de diciembre es de US\$ 172.773 millones (114% del PIB), con un aumento respecto de diciembre de 2003 de US\$ 7.728 millones. Esta variación resulta del aumento estimado de US\$ 9.989 millones de la deuda externa del sector público y la reducción de US\$ 2.261 millones de la deuda externa del sector privado. El aumento interanual estimado de la deuda externa pública responde a que los pagos netos de capital por US\$ 2.377 millones fueron más que compensados



por la acumulación de atrasos de intereses por US\$ 5.224 millones, los efectos de la variación de los tipos de cambio por unos US\$ 4.000 millones (este efecto fue particularmente muy importante en el cuarto trimestre del año) y las ventas de títulos públicos (por parte del sector privado) a no residentes en el mercado secundario por US\$ 2.557 millones (a VNR). La evolución de la deuda externa pública estimada a partir de 2002 responde principalmente a estos mismos factores: pagos netos de capital a organismos internacionales que son más que compensados por la acumulación de atrasos de intereses y los efectos de la variación de los tipos de cambio (revaluación de las monedas respecto del dólar).

Cabe aclarar que los US\$ 115.884 millones de la deuda externa pública estimados a fines de 2004 –equivalentes a 76,2% del PIB- incluyen unos US\$ 72.000 millones<sup>8</sup> (47,3% del PIB) en títulos sujetos a la oferta de canje de deuda recientemente finalizada y otros US\$ 10.700 millones de deuda en cesación de pagos (básicamente deuda del gobierno nacional con acreedores oficiales y de gobiernos locales con acreedores privados). En este sentido la reestructuración de la deuda pública generará una significativa reducción en el saldo de la misma.

### 3.5 Reservas internacionales del BCRA.

A fines de diciembre las reservas internacionales del BCRA alcanzaron a US\$ 19.646 millones (12,9% del PIB), lo que representó un aumento respecto del trimestre anterior de US\$ 1.422 millones<sup>9</sup>. Las principales fuentes de esta variación fueron las compras netas al mercado por US\$ 2.768 millones, lo que representa un aumento de US\$ 1.001 millones respecto a igual trimestre del año anterior, y los pagos a los organismos internacionales por US\$ 1.240 millones<sup>10</sup>, que superó levemente los US\$ 1.153 millones pagados en el cuarto trimestre de 2003.

Durante el año la variación de las reservas internacionales por US\$ 5.527 millones fue el resultado principalmente de las compras netas al mercado por US\$ 7.882 millones, que fueron compensadas parcialmente por los pagos a organismos internacionales por US\$ 3.623 millones, y el incremento de los depósitos en moneda extranjera por parte de las entidades financieras por US\$ 684 millones.

8 Incluyendo atrasos e intereses

9 Este monto incluye el efecto de la valuación de los tipos de cambio sobre el stock de reservas.

10 Este monto publicado por el BCRA en su informe monetario diario, no coincide con el arriba informado en la sección (y cuadro) correspondiente al sector público, debido a algunas transacciones menores que no se cursan a través del BCRA.

# Dinero y Bancos

- El primer trimestre de 2005 es el séptimo período consecutivo de estricto cumplimiento del programa monetario. La política monetaria implementada desde el BCRA continúa ofreciendo a la economía un nivel de monetización acorde con la evolución del nivel de actividad económica y la estabilidad de precios.
- Para una mayor eficiencia en el manejo de la política monetaria el BCRA profundizó su intervención en el mercado de pases. Se logró así que las entidades financieras canalizaran hacia este mercado gran parte de su excedente de liquidez y que las tasas de interés, en consecuencia, tendieran hacia los niveles pactados por la autoridad monetaria (2,5%-3,5% anual).
- Durante el cuarto trimestre de 2004 los agregados monetarios totales desaceleraron su crecimiento interanual mientras que los privados lo aceleraron. La disminución del superávit fiscal hacia fines de 2004 implicó una recuperación de la importancia relativa de las colocaciones del sector privado en la expansión de los agregados monetarios.
- En el año los préstamos al sector privado no financiero han aumentado 27,2%. El BCRA contempla el impacto de este incremento sobre el multiplicador monetario, lo que implica una atención particular sobre la creación secundaria de dinero en 2005.



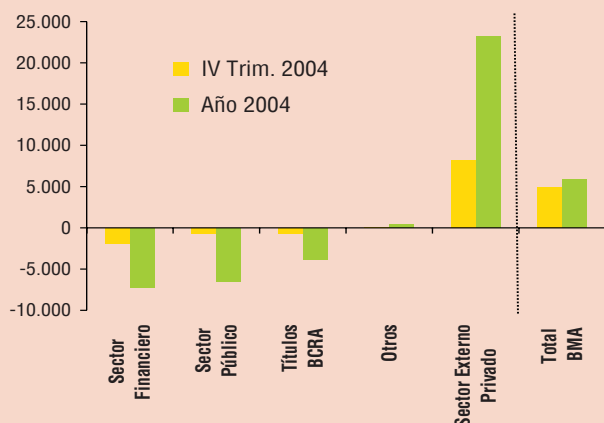
## DINERO Y BANCOS

En el cuarto trimestre de 2004 la base monetaria amplia (BMA) se expandió \$ 4.944 millones (10,3% respecto del tercer trimestre), alcanzando a \$ 52.588 millones al cierre de 2004. En consecuencia, el crecimiento de la base monetaria amplia en todo 2004 fue de \$ 5.908 millones (12,6% dic/dic) (Gráfico 1).

GRAFICO 1

### Factores de explicación de la Base Monetaria Amplia

IV Trimestre de 2004 y Año - En millones de pesos



El comportamiento de los factores que explican la variación de la BMA ha sido similar al de los trimestres anteriores. En efecto, el sector financiero y el sector público continuaron operando como factores de contracción, tanto del trimestre como del año. Las entidades financieras cancelaron redescuentos de acuerdo al cronograma establecido en el esquema de cancelación de asistencia por iliquidez ("matching"). Por su parte, el sector público continuó financiando gran parte de los pagos realizados a las instituciones financieras internacionales con recursos depositados previamente en los bancos locales. La colocación neta de LEBAC y NOBAC implicó también una contracción monetaria que alcanzó a \$ 3.880 millones en el año.

La amplia liquidez que continuó caracterizando al mercado monetario permitió la intervención del BCRA en el mercado de pases, con la resultante absorción de BMA (de \$ 1.319 millones en el trimestre, y de \$ 3.211 millones en el año). En rigor, con el propósito de lograr mayor eficiencia en el manejo de la política monetaria, el BCRA profundizó su intervención en el mercado de pases en el marco del proceso de transición de un esquema de control monetario con metas cuantitativas intermedias hacia otro basado en una tasa de interés de referencia. Logró así que las entidades financieras canalizaran gran parte de su excedente de liquidez hacia el mercado de pases y que las tasas de interés en los mercados interfinancieros y de préstamos a terceros, en consecuencia, tendieran hacia los niveles pactados por el BCRA.

Considerando el impacto contractivo de los factores mencionados, las compras netas de divisas al sector privado fueron las que continuaron satisfaciendo la mayor deman-

CUADRO 1

### Evolución monetaria

Variaciones en millones de pesos

	IV Trim. 2004	Año 2004	I Trim. 2005
Variación Neta de BMA por operaciones con sectores externos privados	3.793	10.716	2.494
Compra de dólares del BCRA al Sector Privado	8.223	23.168	2.427
Compra de dólares del sector público c/recursos propios	4.431	12.451	-67
Variación de BMA por otros factores	1.151	-4.808	-4.768
Títulos del BCRA	-694	-3.880	-2.484
Sector Público (adelantos transitorios)	3.710	5.940	-191
Sistema financiero	-1.939	-7.693	-1.918
Pases	-1.319	-5.509	579
Resto	73	824	-175
Variación de BMA	4.944	5.908	-2.275

Fuente: Sobre la base de datos del BCRA

da de dinero. El aumento de base derivado de las mismas alcanzó a \$ 8.223 millones en el trimestre y a \$ 23.168 millones en todo 2004.

Cabe mencionar que en la expansión monetaria registrada durante el cuarto trimestre ha tenido particular incidencia la estacionalidad positiva de la demanda de dinero en el mes de diciembre. En los tres primeros meses de 2005 la BMA se contrajo en \$ 2.275 millones, contribuyendo a esta evolución todos los factores de explicación de la base, con excepción de las operaciones del BCRA con el sector externo privado (Cuadro 1 y Gráfico 2).

Las reservas internacionales continuaron creciendo a lo largo del año. A fines de 2004 alcanzaron a US\$ 19.645 millones, nivel que más que duplica el registrado en junio de 2002. En el último trimestre de 2004 el crecimiento promedio fue de US\$ 1.110 millones, resultante, fundamentalmente, de la intervención en el mercado cambiario (US\$ 2.298 millones) y del pago de US\$ 1.280 millones a los organismos internacionales. En los tres primeros meses de 2005 el crecimiento de las reservas internacionales fue de de 3,5%, alcanzando a fines de febrero los US\$ 20.339 millones.

## 1. Metas Monetarias

La política monetaria implementada por el BCRA continuó orientándose hacia una monetización de la economía acorde con la evolución del nivel de actividad económica y la de los precios. Como resultado, durante el cuarto trimestre de 2004 volvió a verificarse un amplio cumplimiento de las metas fijadas en el programa monetario aprobado por el directorio del BCRA para el año 2004<sup>1</sup>.

La base monetaria amplia ajustada por pases arrojó un valor promedio en diciembre de \$ 56.171 millones, valor inferior al límite superior previsto en el programa<sup>2</sup>.

Cabe notar que éste es el sexto trimestre consecutivo en el que los distintos agregados monetarios, el crédito al sector privado y la tasa de inflación evolucionan en línea con el programa monetario implementado.

De acuerdo al Programa Monetario anunciado para el año 2005, la meta de inflación anual se ubica en un rango que va del 5% al 8% (y de 4% a 7% para el 2006).

1 Las metas monetarias están fijadas sobre el promedio mensual de los valores diarios de las variables y sobre tales promedios se debe controlar el cumplimiento o no de las metas.

2 Cabe recordar que, en virtud de la intervención del BCRA en el mercado de pases durante el año se ha producido una reasignación de la liquidez de los bancos, lo cual se reflejó en una disminución de las cuentas corrientes de las entidades financieras en el BCRA y, como contrapartida, un aumento de su posición de pases con la autoridad monetaria. Por ello para evaluar el cumplimiento del programa monetario se debe considerar la base monetaria ajustada (es decir, base monetaria amplia más pases pasivos).

GRAFICO 2

**Factores de explicación de la Base Monetaria Amplia**  
Diciembre de 2004 a Marzo de 2005  
En millones de pesos

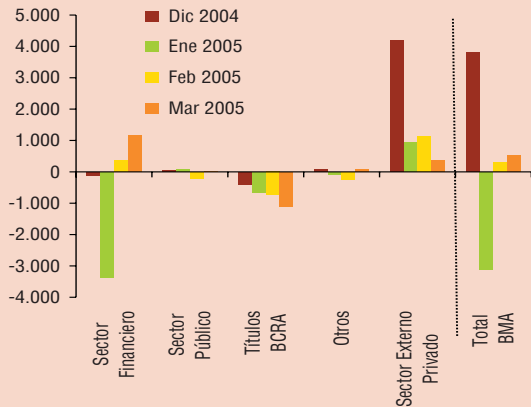


GRAFICO 3

**Reservas Internacionales**  
En millones de US\$

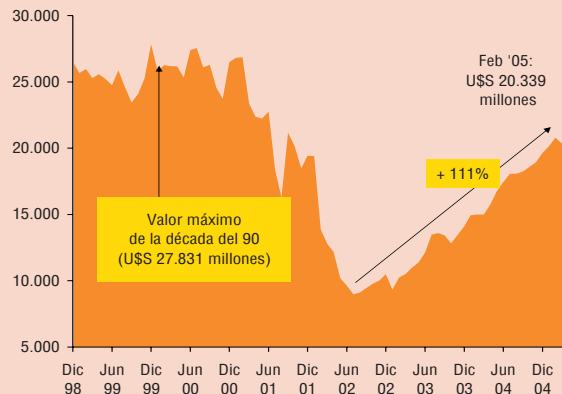


GRAFICO 4

**Seguimiento del Programa Monetario**  
Base Monetaria Amplia ajustada por pases  
En millones de pesos

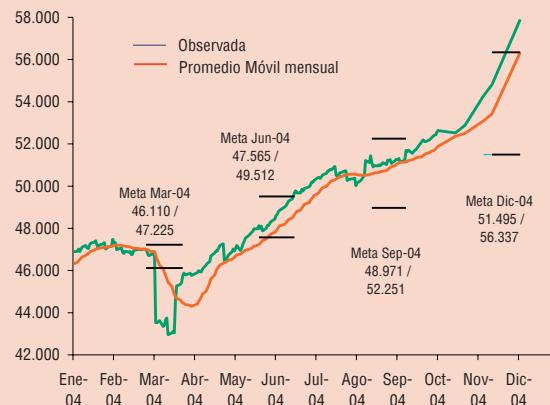
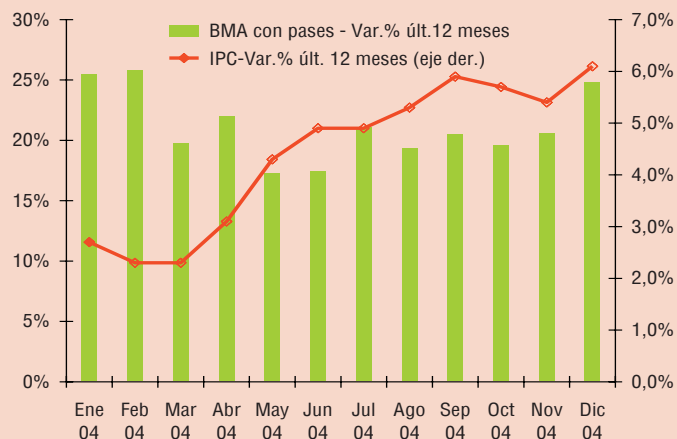


GRAFICO 5

## Evolución interanual de base monetaria amplia y tasa de inflación



Para ello, el BCRA prevé una reducción gradual del estímulo monetario (observado en 2004) lo que acentuará el efecto de los otros factores que probablemente actuarán contrayendo la base monetaria amplia. Según la meta (intermedia) fijada para la BMA<sup>3</sup>, el crecimiento promedio anual de la misma deberá ubicarse entre 5% y 15% en 2005 (Cuadro 2).

El cumplimiento de las metas intermedias anunciadas en el programa implican una moderación en el sesgo expansivo de la política monetaria. Para ello el BCRA decidió utilizar todos los instrumentos de regulación monetaria disponibles. En tal sentido, definió la implementación de un mecanismo de cancelación anticipada de redescuentos (Comunicaciones "A" 4.268 y 4.282)<sup>4</sup> y la licitación de una más amplia variedad de títulos.

CUADRO 2

## Metas (intermedias) del Programa Monetario 2005

Agregados Monetarios (*)	2004	Programa 2005		Variación Nominal
		Bandas	Stock a Dic-05	
BMA	49.457	Superior	56.895	15,0%
		Inferior	51.932	5,0%
M2	81.594	Superior	93.564	14,7%
		Inferior	85.494	4,8%
M3	144.079	Superior	169.763	17,8%
		Inferior	155.555	8,0%

(\*) En millones de pesos

En los tres primeros meses de 2005 se produjo una contracción de la BMA, lo que hizo que en promedio en marzo alcanzara a \$ 49.939 millones. De esta forma, la BMA ha evolucionado según el comportamiento previsto en el programa monetario y el patrón estacional que la caracteriza.

Cumpliendo con el objetivo de incorporar una herramienta adicional de regulación monetaria y, al mismo tiempo, promover el crédito al sector privado, en enero se realizó la primera lici-

tación que le permite a las entidades financieras adelantar el pago de asistencias otorgadas durante la crisis de 2001. Como la operación se liquidó el 2 de febrero, el efecto contractivo se efectivizó en ese mes junto con el pago de la cuota mensual del esquema de cancelación de asistencia conocido como "matching" y junto con la cancelación anticipada adicional de asistencias financieras que decidieron realizar tres bancos. El impacto conjunto de estos pagos implicó una contracción de \$ 1.600 millones.

3 Para evaluar el seguimiento del Programa Monetario 2005 en cuanto a emisión primaria, se deberá considerar la base monetaria amplia sin ajuste por pases pasivos del BCRA.

4 Las entidades financieras podrán adelantar pagos dentro del esquema de cancelación de asistencias otorgadas por el BCRA a las mismas durante la crisis de 2001-2002. El mecanismo se basa en un proceso licitatorio en el que las entidades financieras pueden ofrecer anticipos de montos de cuotas de capital (ajustadas por CER) que serán aplicados a la cancelación de las cuotas a su fecha de vencimiento. Junto a las cuotas a adelantar, las entidades deben ofrecer la prima que están dispuestas a pagar por cada cuota a efectos de que le sean adjudicadas. Las entidades conservan la posibilidad de incrementar rápidamente su posición de liquidez ya que se ha previsto que, una vez realizado el adelanto de cuotas, puedan solicitar el recupero de los montos no aplicados a la cancelación de las mismas. Para acceder a los fondos las entidades deben realizar al momento del recupero un pago adicional en relación con las tasas de interés vigentes de las LEBAC. Los bancos que revelen un mayor esfuerzo en el fortalecimiento del crédito al sector privado en los últimos 12 meses pueden licitar una mayor proporción de los saldos adeudados en forma de adelantos.

El incremento de la colocación neta de LEBAC y NOBAC, evidencia de la abundante liquidez del sistema bancario, se constituyó en el otro importante instrumento de absorción monetaria.

Acompañando el comportamiento estacional de la demanda de dinero, a partir de enero el BCRA disminuyó su intervención en mercado cambiario y, por tanto, el efecto expansivo de la compra de divisas.

Por otra parte, se observó también un amplio cumplimiento de las metas monetarias vigentes en el marco del último Acuerdo firmado por el Gobierno Nacional con el Fondo Monetario Internacional en septiembre de 2003. En diciembre de 2004 la base monetaria amplia se ubicó \$ 2.372 millones por debajo del límite superior de la meta indicativa que había sido pauta en \$ 51.433 millones. Los activos internos netos registraron un valor muy inferior al tope programado (-\$ 21.579 millones), y las reservas internacionales netas superaron en U\$S 6.623 millones el límite inferior acordado para este período<sup>5</sup>.

Cabe recordar que éstas son las metas cuantitativas, e incluyen tanto criterios de desempeño exigibles como indicativos. Las metas exigibles se refieren a cumplir con un monto mínimo de reservas internacionales netas (RIN) y un monto máximo de activos internos netos (AIN). En tanto, la indicativa se refiere a un sendero para la evolución de la base monetaria amplia (BMA) definida como circulación monetaria, cuenta corriente de las entidades financieras en el BCRA y el stock de cuasimonedas.

## 2. Agregados Monetarios

El agregado monetario total M1<sup>6</sup> alcanzó en diciembre de 2004 a \$ 61.725 millones, con un incremento de 10% en el trimestre y de 28,1% en el año. Las cajas de ahorro (en pesos y dólares) se mantuvieron estables en el trimestre pero crecieron en forma muy significativa durante el año (68,9%) lo que elevó el crecimiento anual del agregado M2 a 37,1%, alcanzando a \$ 88.620 millones (equivalente a 19,7% del PIB).

5 Las metas monetarias establecidas en el Acuerdo con el FMI se miden como el promedio de 21 días hábiles, abarcando el último día hábil del mes correspondiente, los 10 días hábiles anteriores y los 10 posteriores.

6 El agregado M1 se define como billetes y monedas +cuentas corrientes (pesos y dólares)+cuasimonedas. En tanto, M2 resulta igual a M1+cajas de ahorros (pesos y dólares), y M3 es M2 + depósitos a plazo (pesos y dólares). Para el comentario se han tomado los valores promedio mensuales.

### CUADRO 3

#### Metas monetarias acordadas con el FMI Diciembre de 2004 – Cifras promedio

Metas monetarias (*)	Observado (*)	Meta	Diferencia (**)
Activos Internos Netos (AIN) en millones \$	44.524	66.104	-21.579
Reservas Internacionales Netas (RIN) en millones U\$S	2.382	-4.241	6.623
Base Monetaria amplia (BMA) - Indicativa- en millones \$	51.433	53.805	-2.372

(\*) Para evaluar el cumplimiento de la meta de diciembre 04 corresponde medir el período 17-dic-04 a 15-ene-05.

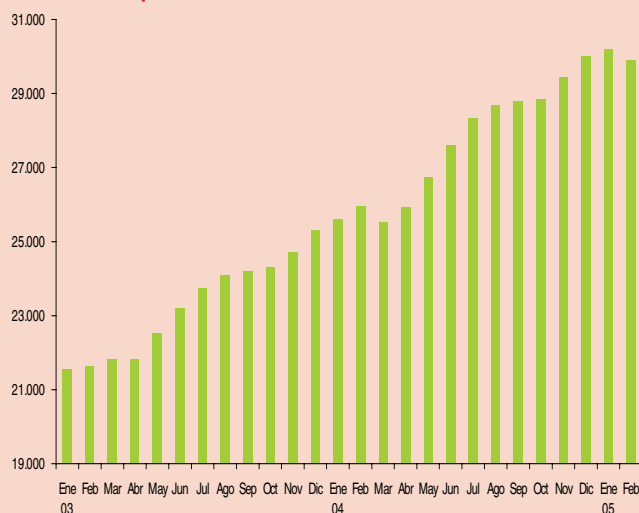
(\*\*) En AIN y BMA el signo negativo indica sobrecumplimiento, mientras que en RIN se refleja con signo positivo.

Fuente: BCRA

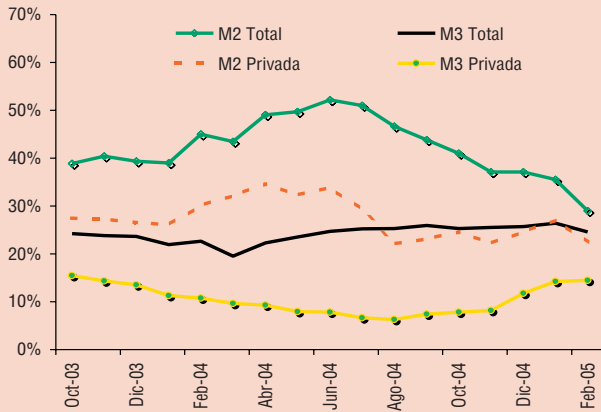
### GRAFICO 6

#### M3 en términos reales

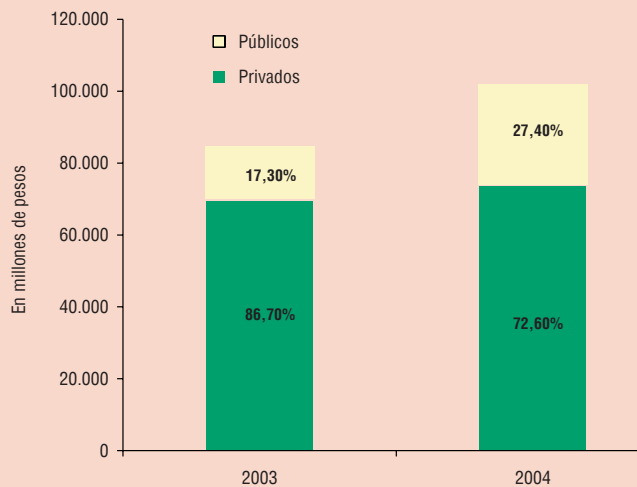
Promedios mensuales, en millones de pesos, deflactado por IPC



**GRAFICO 7**  
**Agregados monetarios en pesos**  
**Variación % Anual**



**GRAFICO 8**  
**Depósitos en pesos por sectores**  
**Participación en el total**



te de la evolución de los depósitos públicos los que al crecer 90,6% en el año, elevaron su participación en el total de depósitos de 17,3% a fines de 2003 a 27,4% a fines de 2004. En esta evolución de los depósitos del sector público se ve reflejado el aumento del superávit fiscal.

Después de nueve meses en los que no habían registrado variación significativa, los depósitos privados en pesos crecieron 5,1% en el cuarto trimestre de 2004, alcanzando en diciembre a \$ 73.980 millones. Las dos terceras partes del aumento del trimestre (\$ 2.392 millones) se registraron en el mes de diciembre debido a: i) la estacionalidad propia de los depósitos privados a la vista y ii) la afluencia, en el 2004, de fondos provenientes del sector público en concepto de pago anticipado de jubilaciones, pensiones y asignaciones familiares y la postergación del pago del impuesto a las ganancias, lo que habitualmente implica un fuerte flujo de fondos del sector privado al público. La contrapartida del crecimiento de los depósitos privados en diciembre

Los depósitos a plazo totales (pesos y dólares) llegaron en diciembre a \$ 56.684 millones con un crecimiento de 11,2% (\$ 3.531 millones) con respecto al promedio de diciembre de 2003. De tal forma, el agregado monetario más amplio M3 alcanzó en diciembre a \$ 145.304 millones, monto equivalente aproximadamente a 32,3% del PIB. Dada la evolución de los precios minoristas, el crecimiento de M3 deflactado por el índice de precios al consumidor alcanzó a 19,9% desde diciembre de 2003. En febrero de 2005 M3 en términos reales reveló un nivel similar al de diciembre de 2004 al caer apenas un 0,3 %.

Si se consideran los agregados monetarios privados en pesos, el crecimiento interanual de M2 fue de 24,6%, y el de M3 fue de 11,8%. A lo largo de 2004 los agregados monetarios totales mostraron una desaceleración de su crecimiento interanual; en tanto, los agregados privados registraron tasas de crecimiento interanual en aumento. En la recuperación de la importancia relativa de las colocaciones del sector privado en la expansión de los agregados monetarios han cobrado particular importancia los diferimientos impositivos y los pagos extraordinarios realizados por el Gobierno hacia fines de 2004. En los primeros meses de 2005 se ha desacelerado el crecimiento de los agregados monetarios, en particular de M2 total y privado (por la disminución registrada en billetes y monedas y en cuentas corrientes).

En el último trimestre de 2004 los depósitos totales en pesos crecieron \$ 4.386 millones (4,5%) debido, básicamente, al aumento de los depósitos privados, los que se incrementaron en \$ 3.554 millones. En cambio, con respecto a diciembre de 2003, el aumento de los depósitos totales (20,6%) resultó fundamentalmente



fue una menor recaudación tributaria, que se reflejó en una baja de las colocaciones a la vista del sector público.

El exceso de liquidez generado en los depositantes privados por la postergación del pago del impuesto a las ganancias se reflejó en parte en un aumento de los depósitos privados a plazo fijo. En tanto, los depósitos a plazo fijo del sector público disminuyeron en el mes debido a que el ANSES tenía colocados a plazo la mayor parte de los fondos con los que se hizo frente al pago anticipado de las erogaciones salariales del sector.

De tal forma, en la evolución trimestral de los depósitos privados, el mayor dinamismo lo evidenciaron las cuentas corrientes y las cajas de ahorro con crecimientos de 7,8% y 6,3%, respectivamente, y los plazos fijo (6,8%). Si se compara con el año 2003, el ritmo de crecimiento de las cuentas a la vista fue mucho mayor (20,9% en el caso de cuentas corrientes y, 36,4%, en las cajas de ahorro) pero en el caso de los depósitos a plazo, sólo aumentaron 2,3%. En consecuencia, a lo largo del año los depósitos a plazo fijo perdieron participación en el total de depósitos privados en pesos, en tanto que los depósitos en cuenta corriente y las cajas de ahorros la aumentaron significativamente.

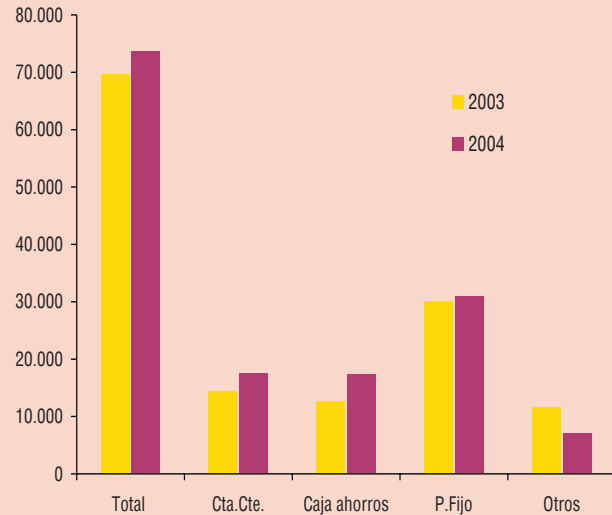
### 3. Liquidez y Tasas de Interés

En el último trimestre de 2004 la liquidez bancaria continuó siendo alta. En diciembre alcanzó a 23,8%<sup>7</sup>, lo que implica un nivel similar al de 2003 pero mayor al del trimestre anterior. Gran parte del incremento del trimestre se concentró en el mes de octubre, cuando las entidades financieras, en particular las privadas, volcaron un 70% de los depósitos del mes a pases pasivos con el BCRA, con la consecuente transferencia de fondos de las cuentas a la vista de las entidades en el BCRA a pases pasivos. En relación al total de depósitos en pesos, los pases pasivos han venido creciendo desde mediados de 2004, alcanzando a 5,4% en diciembre.

A partir de enero de 2005 entró en vigencia una disminución en la exigencia de efectivo mínimo en pesos dispuesta por el BCRA en la Comunicación "A" 4.276. Con esta medida el BCRA intenta liberar fondos de los bancos para que los vuelquen al mercado de pases, aumentando su volumen.

<sup>7</sup> El coeficiente de liquidez se calcula como efectivo en bancos más cuentas corrientes en el BCRA más pases pasivos de los bancos en el BCRA con relación a los depósitos totales.

**GRAFICO 9**  
**Depósitos Privados en Pesos**  
En millones de pesos



**GRAFICO 10**  
**Estructura de los depósitos privados**

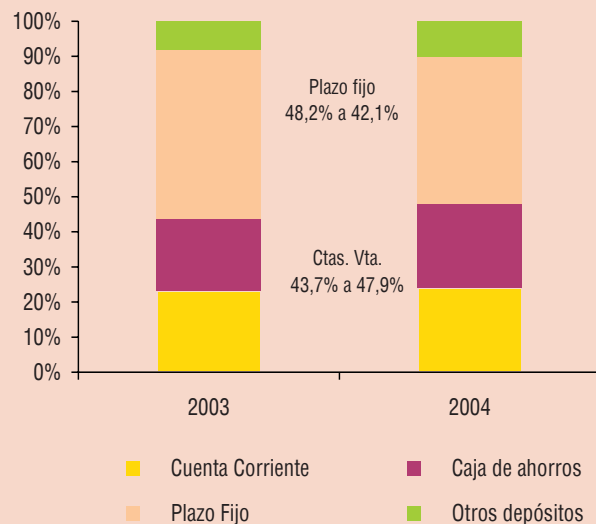
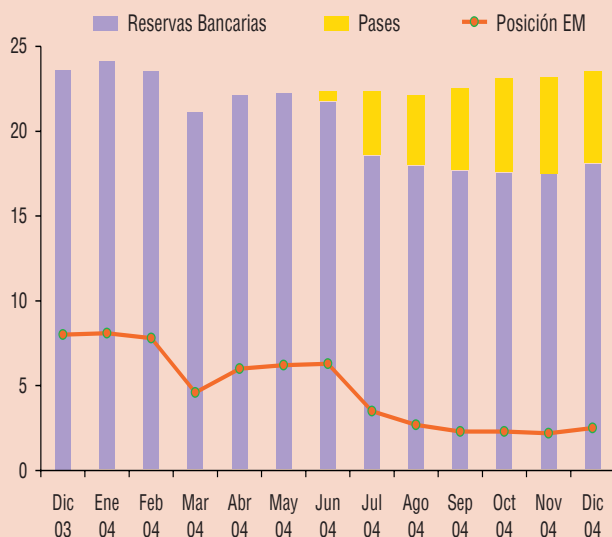


GRAFICO 11

**Liquidez Bancaria**

En pesos – Por componente – En % de los depósitos



En consonancia con el carácter menos expansivo del programa monetario para 2005, la disminución de encajes fue acompañada de un aumento de las tasas ofrecidas y demandadas por el BCRA en el mercado de pases. Con ello el BCRA tiene incidencia, a través de la tasa de interés, sobre una proporción mayor de la liquidez de las entidades. Se incrementa así la eficiencia en la política monetaria en la medida que se pasa de un sistema compulsivo de manejo de la liquidez hacia uno más voluntario.

La posición de efectivo mínimo de las entidades ha disminuido desde comienzos de 2004, manteniéndose desde agosto en torno al 1,9% de los depósitos totales. El dinamismo del mercado de préstamos y del de pases en pesos ha sido la contracara de la disminución de la posición de efectivo mínimo.

CUADRO 4

**Exigencia de Efectivo Mínimo**

En % sobre depósitos en pesos

	Hasta Dic-04	Desde Ene-05
Cuentas Corrientes	18%	16%
Caja de ahorro	18%	16%
Otros a la vista	18%	16%
Plazos Fijos		
1 a 29 días	18%	16%
30 a 59 días	14%	13%
60 a 89 días	10%	9%
90 a 179 días	5%	4%
180 a 365 días	3%	2%
Más de 365 días	0%	0%

Fuente: BCRA

Con el propósito de avanzar hacia un esquema referencial de tasas de interés de corto plazo<sup>8</sup> el BCRA se concentró en el segmento de 7 días del mercado de pases estableciendo un corredor de tasas de interés de corto plazo al concretar operaciones pasivas al 2,5% y activas al 3,5% en octubre y, al 3%, desde entonces. La evolución de la tasa de interés en el mercado de un día acompañó a la establecida por el BCRA.

El monto operado en el mercado de pases creció en forma significativa durante el cuarto trimestre del año. En el segmento de 7 días el promedio diario operado por el BCRA fue 36% superior al del

trimestre anterior y, en el segmento de 1 día (donde se negocia entre terceros, sin la contraparte del BCRA) el monto operado aumentó 15%.

Dado el impulso del BCRA para el traspaso de fondos del mercado de call al de pases y los mayores márgenes de liquidez registrados por las entidades, el monto operado en el mercado de call se redujo en forma significativa. Las tasas

8 En efecto, el BCRA se maneja en la actualidad con metas monetarias intermedias (regulando directamente la cantidad de dinero para el logro del objetivo principal que es el control de la inflación) pero intenta avanzar en un esquema de control de tasas de interés de corto plazo (en el que se deje flotar el tipo de cambio y se ajuste la oferta monetaria de forma tal de asegurar que la tasa de interés de mercado converja hacia un nivel establecido).

de interés de este mercado se mantuvieron estables y, en su mayor parte convergieron a los niveles establecidos por el BCRA en el correspondiente mercado de pases.

Con respecto a las tasas de interés de los títulos del BCRA, puede decirse que mientras que las de los títulos ajustables por CER no registraron cambios significativos a lo largo del último trimestre de 2004, las de las LEBAC no ajustables por CER se redujeron entre 1 y 1,5 puntos porcentuales entre septiembre y diciembre de 2004. Sin embargo, desde febrero se registró una recuperación en los niveles de tasas de las LEBAC en pesos alcanzando en la licitación del 29 de marzo de 2005 a 3,5% a 28 días, 4,75% a 90 días y a 5,5% a 180 días.

Asegurando el cumplimiento de las metas intermedias anunciadas en el programa monetario para 2005, el BCRA comenzó a ampliar la gama de instrumentos de regulación monetaria. En efecto, a partir de la última licitación de 2004 empezó a colocar LEBAC de 1 a 3 meses de duración y NOBAC de 4 años. Se verificó, asimismo, una tasa de inflación implícita de 6% en el margen de las tasas de interés ajustables y no ajustables por CER en consonancia con las bandas previstas en el programa monetario.

En el cuarto trimestre de 2004 las tasas de interés pasivas fueron superiores a las del trimestre anterior. En particular, estas tasas registraron una suba al comienzo del trimestre debido a que las entidades esperaban una disminución de depósitos hacia fines de año por el pago de aguinaldos y del impuesto a las ganancias. Pero, posteriormente bajaron con la postergación del pago de tal impuesto alcanzando en diciembre a 2,97% a 30-59 días y 3,82% para más de 60 días. En los dos primeros meses de 2005 continuaron descendiendo pero en marzo volvieron a aumentar llegando a 2,8% las tasas pasivas a 30-59 días y a 3,55% las de 60 o más días de plazo.

Sin variaciones significativas se presentaron las tasas pasivas a plazos más cortos. Los bancos públicos ofrecieron tasas más altas que los privados porque estos últimos disfrutaron de una liquidez relativamente mayor al recibir una mayor oferta de fondos a corto plazo por la eliminación del impuesto a los créditos y débitos en cuentas bancarias sobre plazos fijos debitados/acreditados en un mismo banco.

GRAFICO 12

**LICITACIONES DE LEBAC**

Estructura de Tasas de Interés en Pesos y Pesos Ajustables por CER

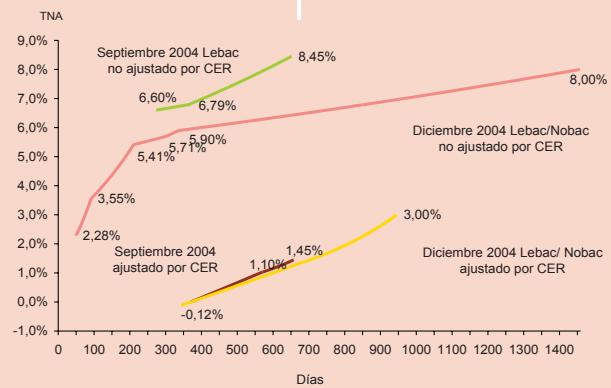
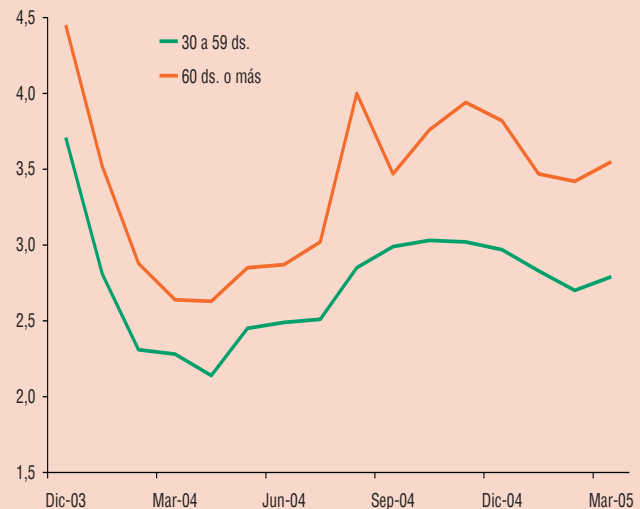
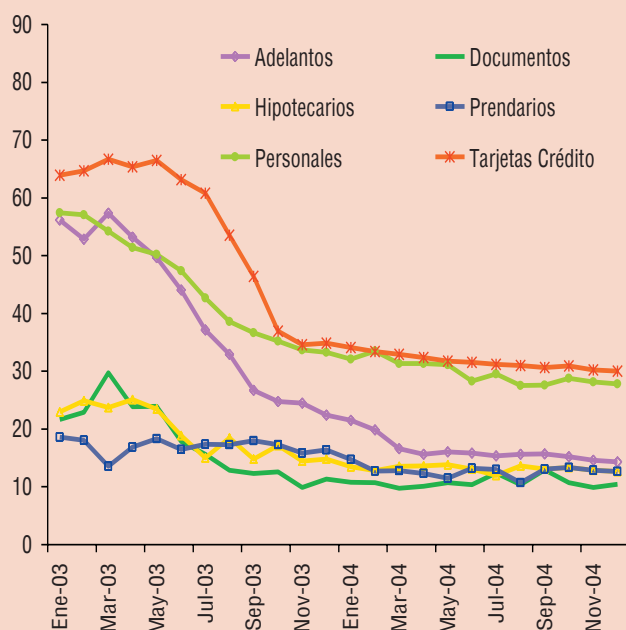


GRAFICO 13

**Tasas de interés pasivas en pesos**  
En % nominal anual



**GRAFICO 14**  
**Tasas de Interés Activas**  
En % nominal anual



Las tasas activas continuaron disminuyendo en el último trimestre de 2004, evidenciando niveles históricamente muy bajos. Sólo las tasas por préstamos personales registraron un leve aumento en los últimos tres meses de 2004, respondiendo a una mayor demanda<sup>9</sup>.

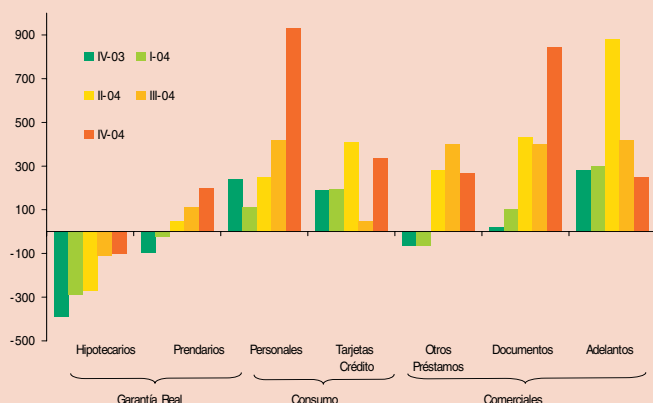
#### IV. Préstamos al Sector Privado no financiero

En el cuarto trimestre de 2004 los préstamos al sector privado no financiero crecieron 8,7%, alcanzando en diciembre a \$ 34.112 millones, confirmándose así la recuperación observada desde fines de de 2003. A pesar del significativo dinamismo registrado en el trimestre, representan sólo un 7% del PIB (8,3% si se toma el total de préstamos), proporción mucho menor aún al 23% de 1998.

Todas las líneas de préstamos han mostrado una evolución muy positiva. En particular, los que más han crecido son los préstamos personales (28,5%), los documentos (14,5%), los prendarios (13,7%) y los de tarjetas de crédito (12,2%). La mejora en el nivel de empleo formal y las expectativas favorables de los consumidores han hecho que, contrariamente a lo ocurrido en los trimestres anteriores, crecieran más las líneas vinculadas al consumo que los comerciales.

En el crecimiento de los documentos ha influido la eliminación de los aforos para el descuento de facturas y cheques librados por empresas de alta calidad crediticia dispuesta por el BCRA. El aumento de los préstamos prendarios revela la evolución muy favorable de las ventas de automotores y de maquinaria agrícola. Por último, se registró una desaceleración de la caída de los préstamos hipotecarios.

**GRAFICO 15**  
**Préstamos en Pesos al Sector Privado no Financiero**  
Variación trimestral por línea



Con respecto a 2003 el crecimiento de los préstamos al sector privado no financiero alcanzó a 27,1% (\$ 7.287 millones) lo que implica una tasa promedio mensual anualizada para 2004 de 29,7%. Este crecimiento evidencia la recuperación de la actividad económica y la sostenida disminución de las tasas de interés durante el año.

<sup>9</sup> No se encuentra disponible la información de tasas por tipo de préstamos para los meses de 2005. Sí se dispone de la tasa activa en pesos a 30 días a empresas de primera línea la cual ha crecido en marzo llegando a 5,44% nominal anual.

El crecimiento de las líneas de crédito comerciales más que compensó la caída registrada en los créditos hipotecarios. La evolución relativa de las distintas líneas de crédito hizo que en el año aumentara la participación en el total de préstamos de los adelantos y documentos y de préstamos personales a expensas, básicamente, de la caída en la participación de los préstamos hipotecarios.

## V. Situación Bancaria<sup>10</sup>

### V.1 Rentabilidad

Durante 2004 se consolidó la normalización del sistema financiero. Entre los factores que permiten pensar que se avanza hacia la solvencia y estabilidad del sistema aparecen la expansión del crédito privado, la recuperación de la calidad de la cartera, la mejora en la rentabilidad y las importantes capitalizaciones.

Con las ganancias de diciembre los resultados de los bancos privados en 2004 arrojaron una ganancia anual, ajustada por los amparos y los ajustes de valuación, equivalente al 0,5% del activo y, sin los ajustes, un quebranto de 0,3%, con una mejora en relación a 2003 de 2,6 puntos porcentuales en términos del activo.

La mejora anual de la rentabilidad en 2004 fue generalizada entre los diversos grupos de bancos, destacándose el caso de los bancos públicos (con una rentabilidad anual de 0,3%) y de los bancos privados de alcance nacional, los que lograron reducir sus pérdidas a una tercera parte. Los bancos minoristas de alcance regional ya habían registrado ganancias en 2003, pero en el 2004 las han triplicado.

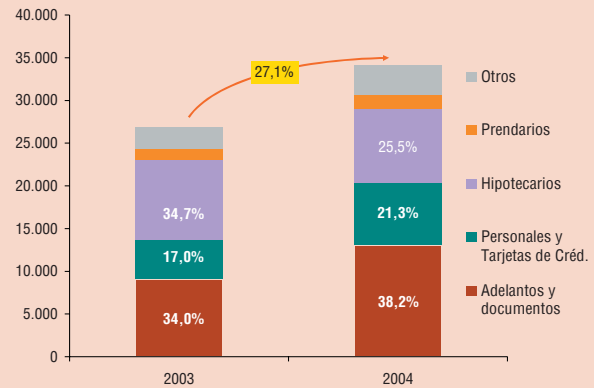
La recuperación del margen financiero fue, en general, lo que ha impulsado la mejora de la rentabilidad, con mayores resultados por intereses debido a la disminución del costo de fondeo y a la expansión del crédito. También influyeron positivamente las diferencias de cotización. En el caso de los bancos privados, estos factores fueron compensados parcialmente por una reducción en los resultados por activos, aunque registraron un aumento significativo en los resultados por servicios y una reducción en los ajustes de valuación de los activos del sector público.

### V. 2 Calidad de cartera

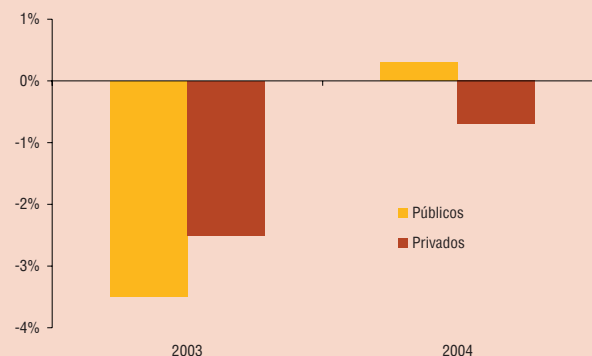
En el marco de una significativa mejora en la calidad de las financiaciones, los indicadores de irregularidad de cartera destinada al sector privado continuaron mostrando una tendencia descendente. En diciembre de 2004 el coeficiente de irregularidad de cartera para todo el sistema financiero fue de 18,8%, 14,7 puntos porcentuales menos que en diciembre de 2003.

10 Sobre la base a la información proporcionada por el BCRA en su Informe sobre Bancos de diciembre de 2004.

**GRAFICO 16**  
**Préstamos al sector privado no financiero**  
En millones de pesos



**GRAFICO 17**  
**Rentabilidad por tipo de banco**  
ROA anualizado – En %



## CUADRO 5

**Estructura de rentabilidad por grupos de bancos**

Resultado analizado con relación al activo neteado

	Públicos		Privados	
	2003	2004	2003	2004
Margen Financiero	-0,9%	3,1%	2,3%	3,2%
Por Intereses	-1,7%	0,6%	0,1%	1,0%
Por servicios	1,5%	1,5%	2,0%	2,4%
Ajustes de valuación p/préstamos al Sector Público	-0,1%	-0,4%	-0,6%	-0,1%
Gastos de administración	-3,4%	-3,2%	-4,6%	-4,6%
Cargos por incobrabilidad	-0,9%	-0,4%	-1,3%	-0,9%
Cargas impositivas	-0,1%	-0,2%	-0,3%	-0,3%
Impuesto a las ganancias	0,0%	0,0%	-0,3%	-0,2%
Amortización de amparos	-0,5%	-0,7%	-0,7%	-1,0%
Diversos	0,7%	0,7%	1,0%	0,8%
Monetarios	0,01%	0,0%	0,0%	0,0%
ROA (resultado/activo neteado)	-3,5%	0,3%	-2,5%	-0,7%
ROA ajustado (neto de amortización de amparos)	-0,3%	1,4%	-1,2%	0,5%

Fuente: BCRA

## CUADRO 6

**Bancos Privados**

Calidad de cartera crediticia de los bancos privados

	Dec-02	Dec-03	Dec-04
Cartera irregular total	19,8%	15,7%	8,9%
Al sector privado no financiero	37,4%	30,4%	15,4%
Cartera comercial	44,5%	39,9%	18,4%
Cartera comercial hasta \$ 200.000	46,4%	26,8%	13,2%
Cartera de consumo y vivienda	26,0%	17,2%	10,0%
Previsiones/cartera irregular	73,4%	79,0%	94,0%
(Cartera irregular-previsiones)/financiamientos	5,3%	3,3%	0,5%

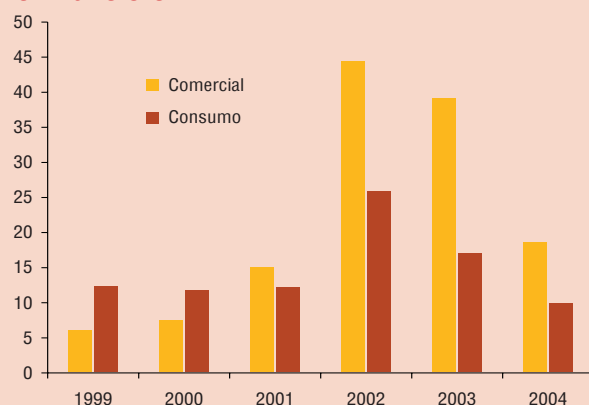
Fuente: BCRA

La irregularidad de los bancos privados cayó 15 puntos porcentuales a lo largo del año alcanzando en diciembre a 15,4%, en el caso de los créditos al sector privado no financiero. El incremento sostenido del crédito sobre bases macroeconómicas más sanas, los importantes avances en la reestructuración de pasivos

corporativos y la continua actividad de los bancos en cuanto a saneamiento de cartera condicen con indicadores de irregularidad que se van aproximando a los niveles característicos de una economía emergente.

El 65% del total de financiamientos del sector privado está constituido por la cartera comercial, y es ésta la que continuó movilizand la mejora en la calidad del financiamiento. La irregularidad de la misma se ha reducido en 2004 en 20,6 puntos porcentuales, llegando en diciembre de 2004 a 18,4% en los bancos privados. En el caso de la cartera destinada a consumo, la irregularidad cayó en el año 7 puntos porcentuales, llegando a su nivel más bajo desde 1998.

## GRAFICO 18

**Cartera irregular al sector privado no financiero**

# Precios

- Al finalizar 2004 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una suba del 6,1% anual. Así, la inflación minorista experimentó cierta aceleración con respecto al año anterior, ya que en 2003 el incremento había sido del 3,7%. No obstante, el IPC del 2004 resultó aún inferior a la meta presupuestada (comprendida entre 7% y 11% anual).
- En el primer trimestre de 2005 hubo un aumento acumulado del IPC del 4%. Si bien fue la mayor suba trimestral de los últimos dos años y medio, una cuarta parte de la misma estuvo explicada por factores estacionales (notablemente el turismo, la educación y los alimentos) y por ajustes de precios regulados.
- Los precios internos mayoristas (IPIM) registraron en Diciembre de 2004 un aumento del 7,9% anual, claramente superior al alza del 2% del año 2003. Por su parte, el Costo de la Construcción (ICC) subió un significativo 11,8% anual en el mismo período.
- La estabilidad del tipo de cambio nominal durante el último bienio le permitió a la economía potenciar los efectos expansivos de un tipo de cambio real (TCR) competitivo.

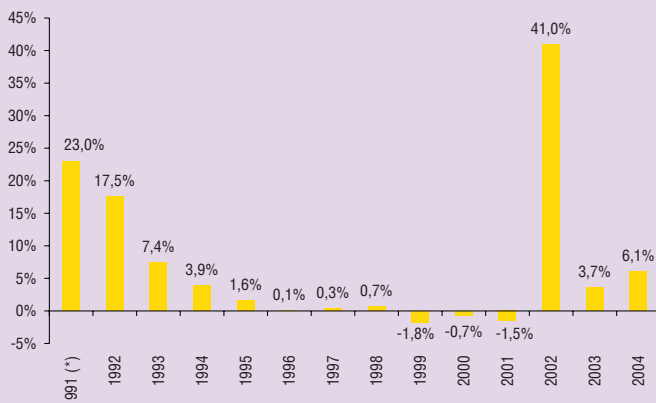




## 1. INTRODUCCIÓN

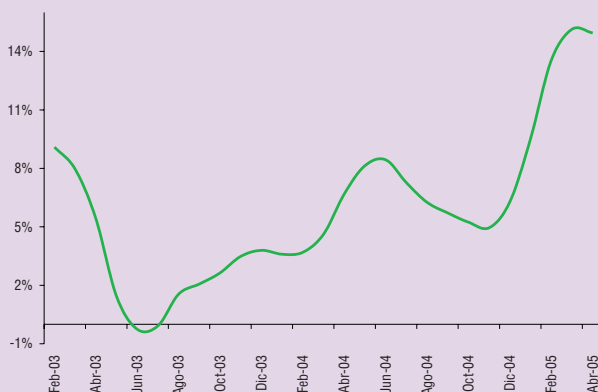
Al finalizar el año 2004 el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una suba del 6,1% anual (Dic/Dic). De esta forma, la inflación minorista experimentó cierta leve aceleración con respecto al año anterior, ya que en 2003 el incremento había sido del 3,7%. Sin embargo, el resultado de 2004 fue aún inferior al presupuestado, ya que la meta oficial era alcanzar una inflación comprendida entre 7% y 11% anual. Posteriormente, en el primer trimestre de 2005 hubo un aumento acumulado del IPC del 4%. Si bien fue la mayor suba trimestral de los últimos 30 meses, una cuarta parte del incremento estuvo explicado por factores estacionales (notablemente el turismo y los alimentos) y por ajustes en ciertos precios regulados, mientras que el resto reflejó parcialmente un aumento de la inflación subyacente.

**GRÁFICO 1**  
**Tasa de variación anual del IPC – GBA**  
**A Diciembre de cada año**



(\*) El dato para 1991 corresponde al período abril-diciembre

**GRÁFICO 2**  
**Tendencia del IPC Anual**  
**Promedio trimestral móvil anualizado**



peraba que estos precios relativos se recompusieran al menos parcialmente, esto no ocurrió, postergándose el ajuste. En los primeros meses de 2005 comenzó a observarse este proceso de recomposición de márgenes de minoristas y servicios, dando lugar a un acomodamiento temporal al alza de la tasa de inflación.

b) En segundo lugar, influyeron factores de estacionalidad, que afectaron el comportamiento de rubros como Turismo (el éxito

El aumento del IPC de 2004 no fue significativamente distinto del promedio de los años del modelo de convertibilidad, que había sido del 3,8% anual, e incluso resultó menor a los índices correspondientes a los años 1991, 1992 y 1993. El Gráfico 1 muestra la evolución de la inflación anual desde 1991 a 2004.

La evolución del IPC trimestral anualizado (promedio móvil) constituye un buen indicador de la tendencia inflacionaria de corto plazo. Desde mediados de 2003, cuando había alcanzado un valor nulo, este indicador mostró tendencia a crecer (Gráfico 2). Si bien entre Junio y Noviembre de 2004 hubo una desaceleración temporaria, llegando a caer a niveles del 5% anual, hacia principios de 2005 repuntó claramente, hasta valores superiores al 12% anual.

El aumento en la tasa de crecimiento de los precios en 2005 tuvo su origen principalmente en causas de naturaleza transitoria (ver Introducción), las que pueden clasificarse someramente en: a) ajustes pendientes de precios relativos; b) subas de precios estacionales; c) subas de precios directamente regulados, o indirectamente autorizados por el Gobierno; d) aumento de la demanda real. A continuación se señalan los principales factores obrantes en cada caso.

a) A partir del año 2002 se produjeron cambios importantes en los precios relativos. En particular, se percibe que la relación IPC/IPIM ha caído fuertemente, lo que ha afectado los márgenes de comercialización minorista en ciertos sectores. Al mismo tiempo, en el propio IPC los bienes han mostrado una dinámica más activa que los servicios, acumulando una brecha también importante desde el fin de la Convertibilidad. Si bien en 2003 y 2004 se es-

de la temporada estival) y alimentos (frutas y verduras). Sólo el aumento en Turismo desde Noviembre pasado agregó una suba del 0,6% al IPC nivel general. Sin embargo, hay que destacar que la suba de estos rubros superó a la ocurrida a principios de 2004. En el mismo sentido, al comenzar 2005 hubo recomposición de márgenes en ciertos sectores que habían sido afectados por subas del IPIM en 2004, cuando este índice volvió a mostrar un crecimiento superior al del IPC. Este efecto se observó especialmente en ítems tales como alimentos para consumir fuera del hogar (restaurantes, bares y servicios de delivery) y ciertos bienes durables (automóviles).

c) En cuanto a los precios regulados, el período Octubre/2004 a Marzo/2005 reflejó nuevos ajustes de precios autorizados por el gobierno en cigarrillos y taxis (ciudad de Buenos Aires). También se observaron aumentos en la medicina prepaga y en la educación privada, sectores bajo regulación indirecta del Estado. Otros aumentos autorizados fueron el gas y la electricidad para industrias y comercios, que influyeron indirectamente como un aumento de costos. Cabe destacar, sin embargo, que el índice de precios regulados también muestra una aceleración en el último año, lo cual reflejaría la misma tendencia alcista que la del grupo "Resto IPC" (sin precios estacionales ni regulados).

d) Con respecto a la demanda real, en 2004 el PIB volvió a registrar un fuerte crecimiento del 9%, superando las expectativas más optimistas. Así tendió a cerrarse la brecha del producto real con el potencial, ya que los niveles actuales del PIB desestacionalizado se ubican cerca de los máximos de 1998. La reducción observada del desempleo durante 2004, se conjugó con cierta recomposición salarial para el sector privado formal, en distintos procedimientos de negociación colectiva. La demanda externa también tonificó la inflación, tanto a través de aumentos de los precios internacionales de commodities, como principalmente vía mayores niveles de exportación (los casos de la carne vacuna, por la reapertura de mercados externos, y los lácteos). Recientemente se sumó el petróleo (que afectó los precios mayoristas), puesto que el crudo WTI de referencia para Argentina alcanzó los US\$ 55 por barril.

Adicionalmente, cabe señalar que el mantenimiento de un tipo de cambio nominal estable durante 2004 implicó fuertes compras de divisas por parte del BCRA. La expansión monetaria fue mayor en Diciembre de 2004, por razones de estacionalidad de la demanda de dinero, y comenzó a compensarse durante el primer trimestre de 2005, en línea con el Programa Monetario (ver Capítulo Dinero y Bancos). De todos modos, durante los últimos meses la Tesorería ha venido contribuyendo a las compras de divisas con fondos provenientes del muy alto superávit fiscal, lo cual no tiene efecto monetario.

Por todo lo expuesto, era previsible esperar cierta aceleración del IPC como la observada, la que se mantuvo no obstante dentro de los parámetros presupuestados. De este modo, buena parte de la aceleración de los precios de fines de 2004 y principios de 2005 refleja un aumento transitorio del IPC, debido a precios estacionales y regulados.

En ese marco, el escenario más probable para este año es que la tasa de inflación resulte algo superior a la de 2004, para finalmente ubicarse entre la banda superior del programa monetario presupuestado (8%) y un 11% anual. Este pronóstico se funda en la ausencia de mecanismos indexatorios

generalizados, en una evolución todavía levemente positiva de la demanda de dinero, y en la inexistencia a nivel agregado de problemas de oferta. Sin embargo, podrían existir presiones en sectores industriales que están trabajando cerca del límite de su capacidad, como la energía y ciertas industrias de insumos. Por otra parte, el muy alto superávit de las cuentas públicas (que fue récord histórico en 2004) es un factor marcadamente contracíclico. De presentarse presiones adicionales a la baja del tipo de cambio -tras la finalización exitosa de la reestructuración de la deuda pública-, el BCRA cuenta con instrumentos para controlar adecuadamente la expansión monetaria. Entre éstos cabe señalar la cancelación anticipada de descuentos otorgados a la banca tras la crisis de 2001, las licitaciones de Lebac y otras medidas de absorción de liquidez bancaria (ver Capítulo Dinero y Bancos).

**CUADRO 1**  
**Indices de precios**  
**Tasas de variación anual en % (1)**

Período	IPC	IPIM	I P Combinado (2)	IPIB	IPP	I Costo Construcción	I Precios Implícitos PIB
I - 03	31,7	62,2	46,5	64,2	66,2	26,9	31,0
II - 03	10,2	8,1	9,2	8,3	10,1	11,8	9,3
III - 03	3,5	-2,9	0,3	-2,9	-2,3	6,6	2,7
IV - 03	3,7	2,0	2,8	0,7	2,0	9,2	5,0
I - 04	2,3	3,4	2,8	3,3	4,8	13,9	7,9
II - 04	4,9	8,6	6,7	8,6	9,0	16,9	10,9
III - 04	5,9	11,2	8,5	11,4	11,4	13,7	10,0
IV - 04	6,1	7,9	7,0	7,7	6,7	11,8	7,9
I - 05 (*)	9,1	9,6	8,9	8,5	7,7	10,4	n.d.

(1) Tasas de variación anual al final de cada período.

(2) El índice de precios combinado se construye a partir del promedio simple de las tasas de variación mensual del IPC e IPIM.

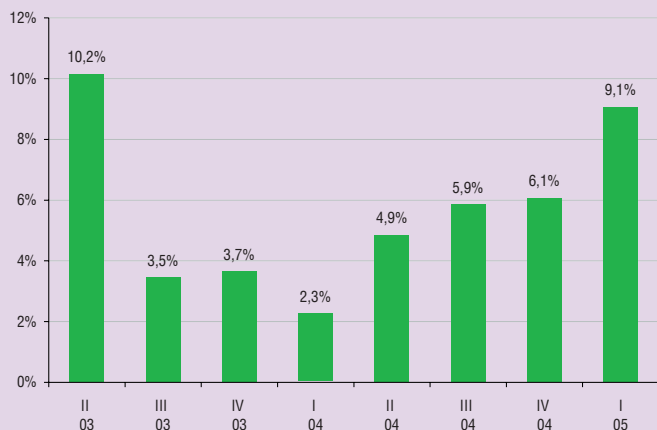
(\*) Datos provisorios.

Fuente: INDEC.

GRAFICO 3

## IPC anual

Variación porcentual al final de cada trimestre



del índice general), la recuperación del nivel de actividad y el mantenimiento de un tipo de cambio competitivo. Por su parte, el aumento del ICC volvió a superar en 2004 al de los dos índices principales (IPC e IPIM), hecho en parte explicado por el aumento de la demanda de inversión en construcciones residenciales. En el Cuadro 1 puede observarse la evolución comparada del IPC y de los otros precios de la economía.

## 2. Índice de Precios al Consumidor

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el Gran Buenos Aires aumentó 6,1% anual en 2004, un incremento que se descompone en un alza del 6,8% promedio de los servicios y un 5,6% promedio de los bienes. Así, la inflación minorista continuó registrando valores anuales moderados. El incremento del IPC en el cuarto trimestre fue de sólo 1,2%. La suba de precios se aceleró no obstante entre Enero y Marzo de 2005, alcanzando un 4% trimestral (el mayor incremento en 30 meses). De este modo, en dicho último mes la inflación anual alcanzó al 9,1%, el mayor valor desde Junio de 2003. En el Gráfico 3 se destaca la suave aceleración del IPC a principios de 2005 frente a fines de 2003.

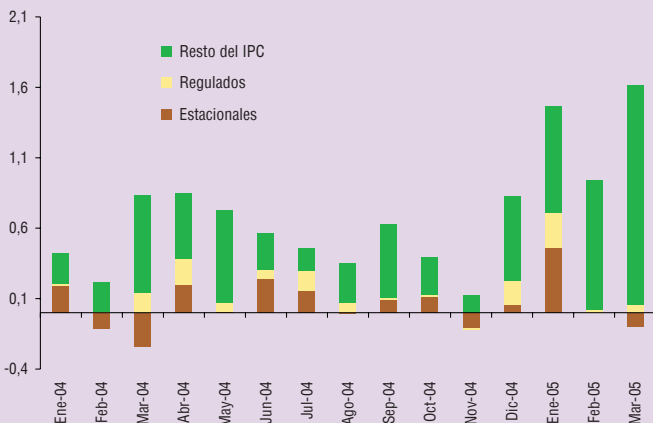
La incidencia de cada categoría de precios en las variaciones mensuales del IPC tuvo recientemente un comportamiento variable. Entre los meses de Diciembre'04 y Enero'05, los grupos estacionales y regulados explicaron más de la mitad del incremento del índice general, mientras que en los meses de Febrero y Marzo de este año, la categoría "Resto IPC" explicó la totalidad de la suba del IPC (Gráfico 4). En los últimos 12 meses los grupos estacionales y regulados explicaron 25% del aumento del IPC, mientras que la mayor parte correspondió a los restantes precios.

Se considera que hubo estadísticamente aumentos de precios si las variaciones positivas superaron el 0,1% mensual. De este modo se mide el grado de difusión de los aumentos entre todas las variedades de bienes relevados por INDEC. En los últimos meses el grado de difusión creció sistemáticamente, desde Septiembre de 2004 hasta Marzo último, llegando

GRAFICO 4

## Incidencia en las variaciones mensuales del IPC-GBA según categoría

En %



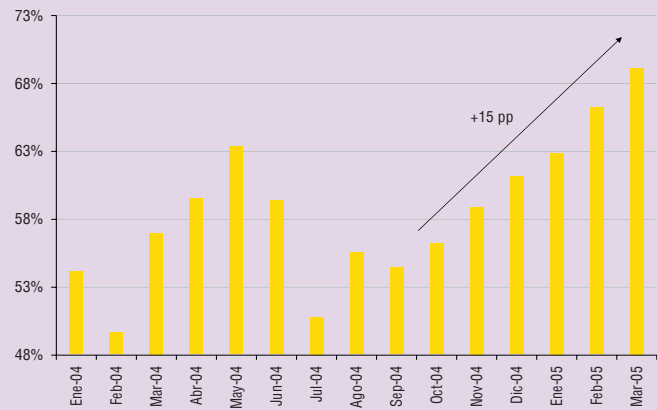
en este mes a más de dos tercios del total de bienes y servicios de la encuesta. En el Gráfico 5 se representa la difusión de los aumentos de precios.

En el Cuadro 2 se presentan las tasas anuales de inflación minorista y mayorista de la Argentina y de sus principales socios comerciales. En Brasil el IPC cerró 2004 con un alza del 7,6%, cifra levemente inferior a la del año anterior. Por su parte, las tasas de inflación mayorista bajaron notablemente frente a las de principios de 2003, a lo que contribuyó la reciente apreciación de su moneda. No obstante, se situaron por encima del nivel argentino, favoreciendo la competitividad de nuestro país. En Estados Unidos la inflación minorista en 2004 acumuló 3,3% anual, el mayor valor desde 2000, debido en parte a la depreciación del dólar frente al euro, ante los desequilibrios fiscal y externo acumulados por la economía norteamericana. Los precios mayoristas subieron 4,6% anual, acusando el impacto de la fuerte suba del petróleo y otras commodities. En Europa la inflación de 2004 subió levemente con respecto al año anterior, aún a pesar de la fortaleza del euro, ubicándose los índices minoristas en 2,4% anual y los mayoristas en 3,5%.

En nuestro país, considerando los aumentos de precios acumulados desde la caída de la Convertibilidad hasta Marzo de 2005, se destaca la desproporción existente entre las magnitudes de la inflación minorista (61%), la inflación mayorista (145%) y la suba del tipo de cambio nominal frente al dólar (190%). En estos 3 años, la relación entre los índices

GRAFICO 5

**Difusión de los Aumentos en el IPC (excl. estacionales y regulados)**  
Porcentaje de variedades de Resto IPC con aumentos mayores a 0,1%



CUADRO 2

**Tasas de inflación comparadas**  
Variación anual, en % (1)

Período	PRECIOS AL CONSUMIDOR						
	Argentina	Brasil	Chile	EEUU	Eurozona	Japón	Reino Unido
I Trim. 03	31,7	14,9	2,4	3,0	2,4	-0,1	3,1
II Trim. 03	10,2	14,9	2,7	2,2	2,0	-0,4	2,9
III Trim. 03	3,5	13,5	2,2	2,3	2,2	-0,2	2,5
IV Trim. 03	3,7	9,3	1,5	1,9	1,9	-0,2	2,3
I 04	2,3	6,0	-0,7	1,7	1,3	-0,1	2,4
II 04	4,9	6,1	1,1	3,3	1,6	-0,1	2,9
III 04	5,9	6,7	1,5	2,5	2,2	-0,2	1,1
IV 04 (*)	6,1	7,6	2,4	3,3	2,4	0,0	1,6
Período	PRECIOS MAYORISTAS						
	Argentina	Brasil	Chile	EEUU	Eurozona	Japón	Reino Unido
I Trim. 03	62,2	43,6	17,0	3,9	2,4	-0,2	2,2
II Trim. 03	8,1	33,6	9,0	2,7	1,4	-0,1	1,2
III Trim. 03	-2,9	22,8	4,5	3,6	1,1	-0,1	1,0
IV Trim. 03	2,0	6,3	3,5	2,9	0,6	-0,2	1,4
I 04	3,4	3,6	6,7	1,4	0,4	0,2	1,3
II 04	8,6	11,8	10,2	4,0	2,3	1,5	3,6
III 04	11,2	14,2	12,6	3,5	3,0	1,8	3,1
IV 04 (*)	7,9	12,1	15,9	4,6	3,6	1,8	3,5

(1) Tasas de variación anual al final de cada trimestre

(\*) Datos provisionarios

Fuente: FMI y The Economist.

GRAFICO 6

### Precios Minoristas, Precios Mayoristas y Tipo de Cambio Nominal

Indices base Diciembre 2001 = 100

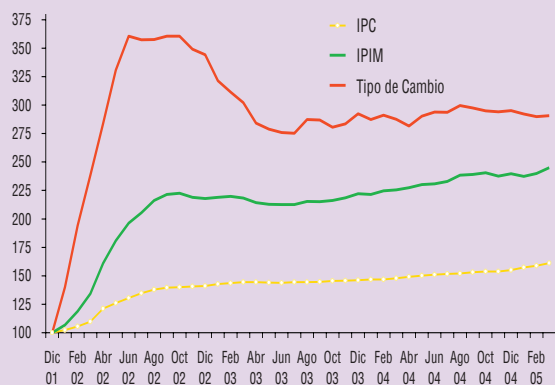
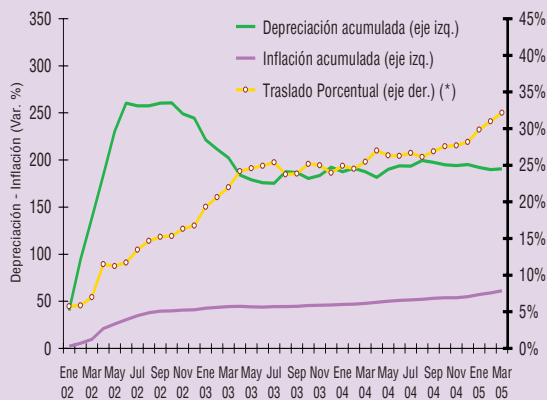


GRAFICO 7

### Efecto de la Depreciación del Peso sobre la Inflación Minorista



(\*) Relación porcentual entre la Inflación minorista y la Depreciación nominal

GRAFICO 8

### Tasas de variación anual de los índices de precios minoristas y mayoristas

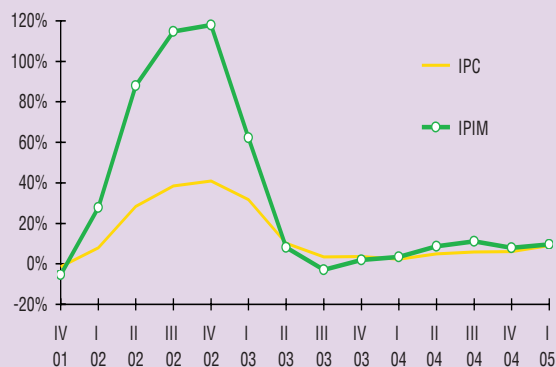
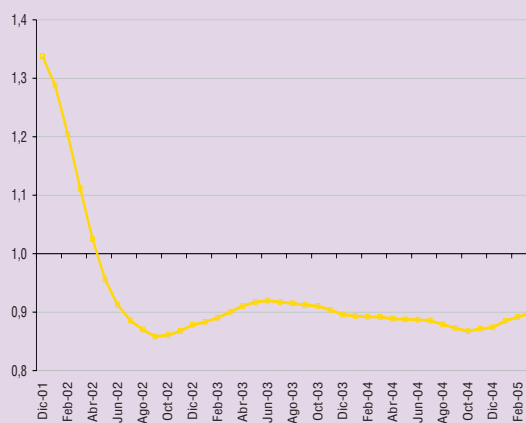


GRAFICO 9

### Precios Relativos IPC / IPIM

Base Abril 1991 = 1



de precios mayoristas y minoristas (con base 1 a fines de 2001) subió hasta 1,5, y la relación entre el tipo de cambio y el IPC creció hasta 1,8. Esto significó un fuerte cambio de los precios relativos vigentes en la década del '90. El efecto de la depreciación nominal del peso sobre la inflación minorista (conocido como "pass through") ha sido, desde la devaluación hasta la fecha, muy bajo: llegó sólo 32% del total. Sin embargo, en el último año ese cociente ha crecido 7 puntos porcentuales, mostrando que los precios relativos continúan cambiando moderadamente. De esta forma, la devaluación de 2002 terminó por parecerse más a la de Brasil de 1999 que a las anteriores experiencias argentinas. Cabe destacar que en Brasil, si bien en un período de aproximadamente el doble (6 años contra 3 en Argentina), el pass through minorista ya ha superado el 50% desde la devaluación de Enero de 1999 (Gráficos 6 y 7).

La evolución comparativa de los dos principales índices de precios (IPC e IPIM) se observa en el Gráfico 8. Allí aparece nítidamente la brecha que se abrió entre los aumentos de precios mayoristas y minoristas durante 2002. Por el contrario, hacia fines

de 2003 ambas tasas mostraron una clara tendencia a converger. Como consecuencia hubo un fuerte cambio de precios relativos a favor de los mayoristas (precios de los bienes) tras el derrumbe de la Convertibilidad. En el Gráfico también se observa que, a mediados de 2004, los precios mayoristas volvieron a sobrepasar ligeramente al IPC, sumando cierta presión adicional sobre los precios minoristas.

La dispar evolución entre los precios minoristas y los mayoristas ha hecho caer el cociente IPC/IPIM en un tercio de su valor entre fines de 2001 y principios de 2005, ubicándose actualmente incluso 10% por debajo del nivel que tenía al principio de la Convertibilidad. La caída se verificó hasta el tercer trimestre de 2002, y luego mostró cierta leve tendencia a revertirse paulatinamente. En el Gráfico 9 se representa la relación citada. Cabe aclarar que en el nuevo equilibrio macroeconómico, es de esperar que los precios minoristas no recuperen –ni aún en el mediano plazo– su valor relativo frente a los mayoristas de fines de la década pasada.

Analizando la composición del IPC, en el Cuadro 3 se observa que en el último año hubo subas leves en todos los componentes que lo integran, si bien de distinta magnitud. Al terminar 2004, el capítulo de Alimentos y Bebidas (el de mayor ponderación e impacto social), había experimentado un incremento igual al promedio (6,1% anual). Dentro de este capítulo, se destacaron las subas en carnes (10,7% anual), bebidas e infusiones (9,7%), aceites (7%), y en especial los alimentos consumidos fuera del hogar (bares, restaurantes y servicios de delivery), que aumentaron 15,3%. Otros rubros, por el contrario, experimentaron caídas, tales como las verduras (-8%), las frutas (-2%) y el rubro de azúcar, miel, dulces y cacao (-2%).

Junto con los Alimentos se ubicaron, con apreciables incrementos anuales, los capítulos de Bienes y Servicios Varios (11,7%) –debido a la fuerte suba de los cigarrillos (36%)–, Indumentaria (9,7%) y Esparcimiento (8,1%) (este último debido a la suba del 14% en Turismo). Por el contrario, las menores alzas se anotaron en Transporte y Comunicaciones (2,8%), porque la mayoría de las tarifas continuaron nominalmente fijas; mientras que los rubros de Salud y de Equipamiento del Hogar tuvieron alzas moderadas (5,5% y 5,8% respectivamente). Posteriormente, en el primer trimestre de 2005 los incrementos se concentraron en

**CUADRO 3**  
**Tasas de Variación Anual del IPC por capítulos**  
(en %) (1)

Capítulo	Pond. (%) (2)	I 04	II 04	III 04	IV 04	I 05
Alimentos y Bebidas	31,29	1,8	6,5	7,3	6,1	10,4
Indumentaria	5,18	6,3	5,2	8,4	9,7	10,5
Vivienda	12,69	3,3	4,0	5,1	5,3	8,9
Equipamiento del hogar	6,55	-0,1	2,0	3,9	5,8	8,1
Salud	10,04	3,3	4,3	5,0	5,5	6,5
Transporte y Comunicaciones	16,97	0,2	1,6	2,4	2,8	4,3
Esparcimiento	8,67	2,2	4,6	7,5	8,1	12,5
Educación	4,20	3,2	4,9	6,8	7,3	11,9
Bienes y servicios varios	4,43	7,3	12,8	7,6	11,7	13,8
NIVEL GENERAL	100,00	2,3	4,9	5,9	6,1	9,1

(1) Tasas de variación anual al final de cada período.  
(2) Ponderación correspondiente a la Base 1999=100  
Fuente: INDEC.

**GRAFICO 10**  
**IPC - Bienes y Servicios**  
Base 1999 = 100

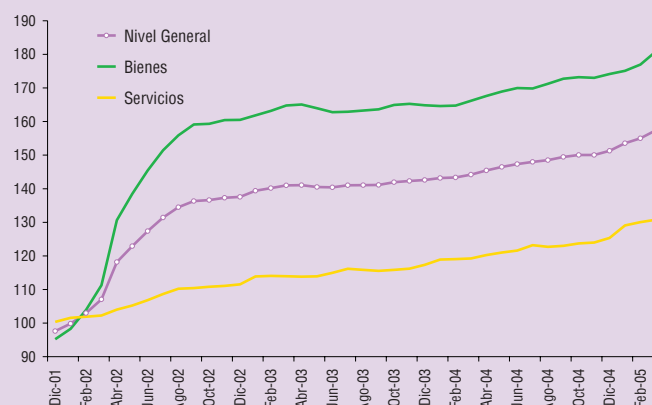
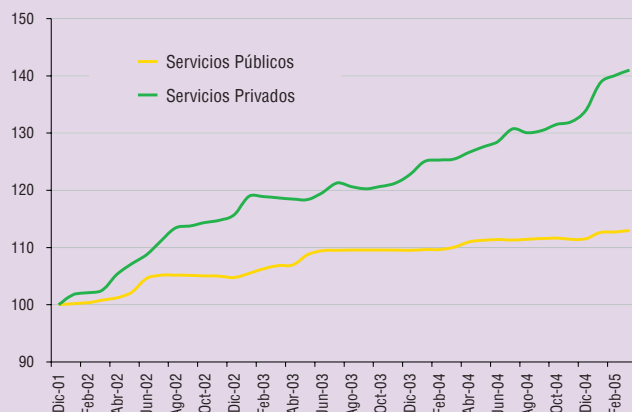


GRAFICO 11

### Indice de precios al Consumidor - Servicios Privados y Públicos

Indices base Diciembre 2001 = 100



Educación (6% trimestral), Alimentos (5,2%), Vivienda (4,7%) y Esparcimiento (3,3%).

Analizando los precios relativos en el IPC, en el Cuadro 4 y en los Gráficos 10 y 11 se observa que, en Diciembre de 2004, y con relación al año anterior, subieron en forma más moderada los precios de los bienes (5,6%), que los de los servicios (6,8%). Entre estos últimos, la diferencia fue marcada entre los servicios privados, que se incrementaron 9,1% anual, mientras que los servicios públicos, cuyas tarifas se encuentran reguladas por el Estado, aumentaron sólo 1,8%.

Como consecuencia, en 2004 subió la relación de precios entre servicios privados y bienes (3,3%), aunque continuó deteriorándose la relación entre servicios públicos y bienes (-3,6%), invirtiéndose así el comportamiento que había caracterizado a los últimos años de la Convertibilidad. Desde la devaluación del

peso, los bienes han aumentado más rápidamente, mientras que por el contrario los servicios quedaron rezagados. Dentro de los servicios, los públicos registraron desde la devaluación hasta la fecha una caída relativa del 16% frente a los privados. En 2004 se observó una recuperación parcial de los precios de los servicios privados (Cuadro 4 y Cuadro A4.4 del Apéndice Estadístico).

CUADRO 4

### IPC: Evolución de bienes y servicios

Indices Base 1999 = 100 y tasas de variación (en %) (1)

Final del Período	Bienes		Servicios		Precios relativos				
	Índice	Var.	Privados (2)		Públicos (3)		Serv. Priv./		
			Índice	Var.	Índice	Var.	Serv. Priv./ Bienes	Serv. Púb./ Bienes	Serv. Púb./ Serv. Priv.
I - 03	164,8	48,1	118,5	15,7	108,6	6,0	71,9	65,9	91,6
II - 03	162,8	11,9	119,5	10,1	109,4	3,0	73,4	67,2	91,5
III - 03	163,6	2,8	120,3	5,9	109,5	2,5	73,5	67,0	91,1
IV - 03	164,9	2,7	122,8	6,2	109,5	2,8	74,5	66,4	89,2
I - 04	166,2	0,9	125,4	5,8	110,0	1,3	75,5	66,2	87,7
II - 04	170,0	4,4	128,3	7,3	111,4	1,8	75,5	65,5	86,8
III - 04	172,8	4,9	130,4	7,9	111,6	1,8	75,5	64,6	85,5
IV - 04	174,1	5,6	133,9	9,1	111,5	1,8	76,9	64,0	83,3
I - 05 (*)	180,8	8,8	141,0	12,4	113,0	2,7	78,0	62,5	80,1

(\*) Cifras Provisorias

(1) Tasas de variación anual al final de cada período.

(2) Los servicios privados comprenden todos los servicios del IPC exceptuando los incluidos en servicios públicos.

Los ítem principales son: comidas fuera del hogar, alquiler de la vivienda, servicio doméstico, gastos comunes de expensas, servicios de salud prepagos, médicos y odontólogos, turismo y educación formal. Reúnen un 32,8% del IPC en la Base 1999=100.

(3) Los servicios públicos incluyen electricidad, servicios sanitarios, gas y otros combustibles de uso doméstico, ómnibus y tren de corta distancia, taxi, subterráneo, correo y servicios telefónicos. Representan un 12,8% del IPC en la Base 1999=100.

Fuente: Elaborado con información del INDEC.

### 3. Índice de Precios Mayoristas

El Índice de Precios Internos Mayoristas (IPIM) aumentó 7,9% anual (a Diciembre de 2004), debido principalmente a la recuperación de la demanda agregada, liderada por la Industria. En contraste, durante 2003 el IPIM había subido sólo 2%. Las subas de 2004 fueron prácticamente idénticas para el grupo de los productos nacionales (8% anual) que para el índice general. Entre los productos nacionales, por el contrario, las diferencias fueron acentuadas entre el mínimo incremento de los productos primarios (1,6%, debido al retroceso de los precios internacionales en la segunda mitad del año); y la significativa recuperación de la energía y los bienes manufacturados (10,2%). La mayoría de

estos últimos son sustitutos de las importaciones, que se beneficiaron tanto de la recuperación de la demanda doméstica y la suba de la demanda externa, como del mantenimiento de un tipo de cambio real competitivo. Por su parte, los productos importados experimentaron un incremento levemente inferior al de los nacionales (7,1% anual) (Cuadro 5).

Por otra parte, en el trienio transcurrido desde la devaluación del peso hasta Diciembre de 2004, los precios mayoristas han aumentado 140%, alcanzando el pass through mayorista al 72%. En el caso de los productos nacionales (que son los que básicamente compiten con las importaciones), el pass through acumulado resultó aún menor (62%). Esto sucedió debido a que la mayoría de sus componentes son imperfectamente transables, y a que los productores locales eligieron una estrategia de recuperar parte del mercado interno, que habían resignado en los últimos años de la década del '90. Este menor incremento relativo significó un aumento de la competitividad-precio de la producción nacional frente a la extranjera. Los costos de la industria han aumentado en general menos que sus precios, particularmente los costos laborales y las tarifas de servicios públicos, por lo que creció la rentabilidad del sector, revirtiéndose la tendencia que se manifestaba en la década del '90. Este aumento de la ren-

CUADRO 5

#### Sistema de índices de precios mayoristas

Tasas de variación, en % (1)

Período	1. INDICE DE PRECIOS INTERNOS AL POR MAYOR (IPIM)				
	Nivel Gral.	Productos Nacionales			Productos Importados
		Total	Primarios	Manufacturados y Energía Eléctrica	
I - 03	62,2	64,1	88,0	57,5	44,8
II - 03	8,1	10,5	12,0	10,0	-13,5
III - 03	-2,9	-1,5	-10,8	1,9	-16,4
IV - 03	2,0	3,3	1,4	3,9	-11,4
I - 04	3,4	4,1	4,4	4,0	-4,9
II - 04	8,6	8,7	10,3	8,2	6,6
III - 04	11,2	11,5	16,0	10,1	7,2
IV - 04	7,9	7,9	1,4	10,2	7,1
I - 05 (*)	8,6	8,9	6,3	9,7	5,7

(1) Tasas de variación anual al final de cada período.

(\*) Datos provisionales.

Fuente: INDEC.

GRAFICO 12

#### Índice de Precios Internos Mayoristas (IPIM)

Nivel general - 1993 = 100

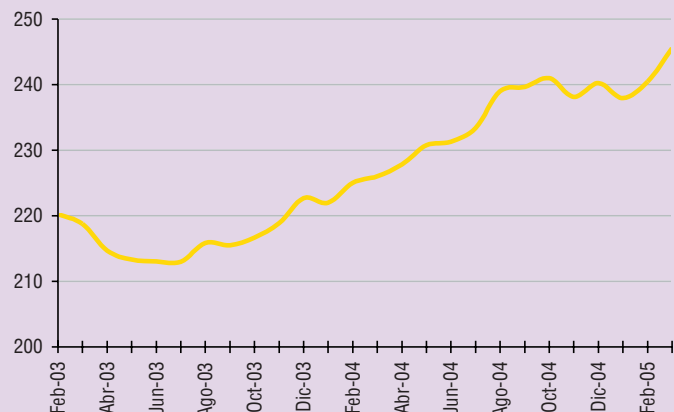
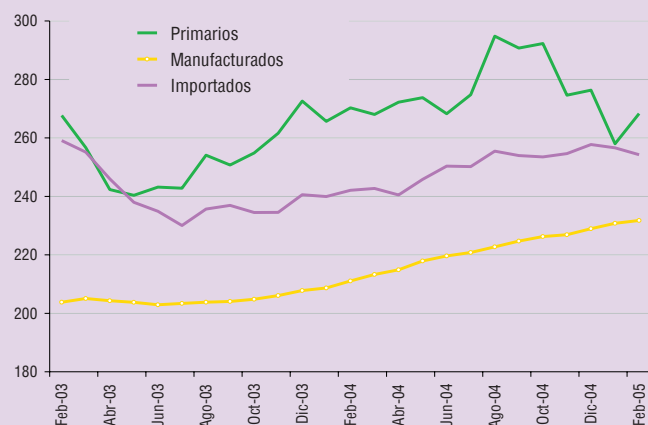




GRAFICO 13

**Componentes del IPIM**

Productos Primarios, Manufacturados e Importados - Base 2001=100



tabilidad permitió que la industria liderara la recuperación del PIB del último bienio (Gráfico 12).

Con respecto a la evolución reciente del IPIM, puede observarse: a) una tendencia estable hasta fines de 2003, derivada en parte del hecho de que el tipo de cambio nominal llegó a retroceder 20% entre Junio de 2002 y Junio de 2003); y b) la nueva etapa alcista desde fines de 2003, que en los últimos meses se moderó (Gráfico 12). El alza del IPIM se concentró en el último año entre los productos manufacturados, y en segundo término en los importados. Pero como la diferencia entre ambos grupos fue pequeña, la relación de precios entre los productos manufacturados nacionales y los importados prácticamente no varió en el último año, mientras que sí cayó el cociente entre los productos primarios (mayormente exportables) y los industriales (mayormente sustitutos de las importaciones) (Gráfico 13).

El primer indicador (productos manufacturados nacionales/ importados) representa la competitividad-precio de la producción industrial nacional, que si bien ha caído levemente en los últimos 2 años, se ubica aún en niveles bien superiores a los de la década del '90. El indicador "productos primarios/ industriales" refleja parcialmente la rentabilidad relativa del sector agroexportador y minero frente al productor de manufacturas locales. Este indicador, que había subido en 2003 por la fortaleza de la demanda externa de commodities, en 2004 por el contrario retrocedió, si bien ligeramente (Cuadro A4.5 del Apéndice Estadístico).

Evalutados en Diciembre de 2004, los productos primarios que registraron mayores aumentos anuales fueron los minerales no metalíferos (21%), en gran medida materiales para la industria de la construcción, merced al dinamismo del sector durante 2004. Estos bienes recuperaron el atraso relativo acumulado en 2002. Luego se ubicaron el petróleo y el gas (16% promedio), debido a la suba internacional de la energía, aún a pesar de que hacia el final del año esta tendencia se moderó. En contraposición, los productos agropecuarios cayeron 10% anual, siguiendo la misma tendencia del mercado internacional. En 2004 se autorizó, por primera vez desde la devaluación, un aumento significativo en el precio mayorista de la electricidad (casi 40% acumulado, en varias etapas). En cuanto a los productos importados, en el año 2004 registraron una recuperación del 7,1% anual; no obstante, sus precios aún resultan inferiores a los de fines de 2002, debido al retroceso del tipo de cambio nominal en ese intervalo.

Los precios de las manufacturas nacionales aumentaron 10% anual en 2004. Se destacaron los sectores de tabaco (37%, pues esta industria fue autorizada a aumentar los precios para recomponer márgenes), máquinas y aparatos eléctricos (29%) -este fue un sector que aumentó sus exportaciones- y productos metálicos básicos (33%), que se encuentra produciendo cerca del límite de su capacidad instalada. Sólo dos rubros sufrieron retrocesos anuales (Equipos y aparatos de radio y TV e Impresiones y grabaciones). En términos generales, si bien tras la devaluación aumentó la competitividad de la industria, lo hizo más en los sectores que utilizan relativamente pocos insumos importados (Cuero y Calzado, Madera y Muebles, Alimentos y Bebidas, Maquinaria y Equipos) (Cuadro A4.9 del Apéndice Estadístico).

El Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor (IPIB), que excluye a los impuestos contenidos en el IPIM, subió 7,7% anual a fines de 2004. Por su parte, el Índice de Precios Básicos del Productor (IPP), que representa sólo a los bienes producidos en el país, avanzó 6,7% en ese mismo período. Las variaciones de sus rubros fueron en ambos casos similares a las del IPIM, observándose las mayores subas, en el último año, entre los productos manufacturados.

Finalmente, en Marzo de 2005 la inflación mayorista anual no varió significativamente frente al año pasado. El IPIM experimentó una suba del 8,6% anual, liderada nuevamente por los productos manufacturados (9,7% anual), mientras que los importados subieron moderadamente (5,7% anual). Durante el último trimestre el IPIM experimentó una variación positiva del 2,2%.

#### 4. Costo de la Construcción

El Costo de la Construcción en el Gran Buenos Aires (ICC) subió 11,8% anual en el año 2004. De esta forma, como ya había sucedido en 2003, el ICC volvió a superar los incrementos registrados tanto por el IPC como por el IPIM.

Entre los componentes del ICC, el mayor incremento correspondió al capítulo de Materiales (14,8% anual), que a los precios actuales representa un 56% de la canasta del índice. Esto significa que Materiales tiene ahora una ponderación 10 puntos porcentuales mayor que la del año base de 1993. Los precios de los materiales importados, o bien fabricados con insumos importados, y los que son derivados del petróleo, siguieron con cierta diferencia la evolución del tipo de cambio, mientras que los restantes materiales subieron en general por la fuerte expansión del sector y la recuperación de los márgenes de los productores.

En segundo lugar se ubicaron los Gastos Generales (que aumentaron 9,2% en 2004), que incluyen rubros diversos previos al inicio de obra. Finalmente, también creció el capítulo de Mano de Obra (8% anual), en particular por los aumentos de salarios decretados por el Gobierno y por la efectivización parcial de los trabajadores en situación informal. De esta forma, en el último año el alza del ICC superó con creces a los demás índices de precios, hecho en parte explicado por el aumento de la inversión en el sector, en un contexto macroeconómico desfavorable a la inversión en otros activos (tasas de interés reales negativas en un marco de salida de la crisis financiera). Los precios de las propiedades en Buenos Aires y otras grandes ciudades recuperaron la mayor parte de la caída sufrida tras la devaluación, justificando así un nuevo auge del negocio de la vivienda. La distinta variación de sus rubros desde la devaluación del peso a la fecha, significó que el precio relativo de la Mano de Obra frente a los Materiales resulte hoy 30% inferior al valor promedio registrado en 2001 (Cuadro 6 y Cuadro A4.8 del Apéndice Estadístico).

CUADRO 6

#### Costo de la Construcción en el Gran Buenos Aires

Índices (1993 = 100) y tasas de variación, en % (1)

Fin de:	Nivel General		Materiales		Mano de obra		Gastos Generales	
	Índice	Var.	Índice	Var.	Índice	Var.	Índice	Var.
I - 03	136,3	26,9	167,5	36,8	106,7	14,1	126,7	26,4
II - 03	137,6	11,8	167,7	9,3	108,7	14,6	130,0	18,2
III - 03	142,6	6,7	170,6	3,9	116,2	10,3	131,8	9,8
IV - 03	147,7	9,8	174,4	3,9	123,2	18,9	134,8	11,4
I 04	156,2	14,6	182,6	9,0	132,7	24,4	139,0	9,7
II 04	160,2	16,4	191,6	14,3	132,1	21,5	141,2	8,6
III 04	162,2	13,7	195,6	14,7	131,9	13,5	144,3	9,5
IV 04	165,1	11,8	200,2	14,8	133,0	8,0	147,3	9,3
I 05	172,5	10,4	206,4	13,0	141,2	6,4	156,6	12,7

(1) Tasas de variación anual al final de cada período.

(\*) Datos provisionarios.

Fuente: INDEC.

Los datos de Marzo de 2005 muestran una leve desaceleración en el sostenido ritmo de incremento del ICC. En dicho mes, el índice registró una suba anual del 10,4%, nuevamente más marcada en el caso de los Materiales (13%) y menos importante para la Mano de Obra (6,4% anual en Marzo pasado.)

## 5. Precios del Producto Interno Bruto

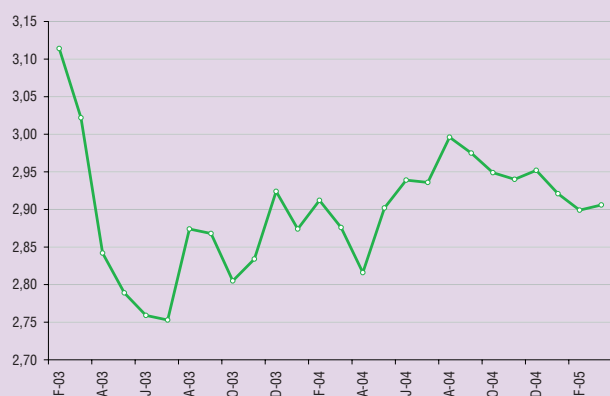
El Índice de Precios Implícitos (IPI) del PIB del cuarto trimestre de 2004 (incluyendo los impuestos indirectos), se incrementó 7,9% anual, una magnitud levemente inferior a la mostrada durante el trimestre anterior. De esta forma, el año 2004 cerró con un aumento promedio del indicador del 9,2%, muy similar a la cifra correspondiente a 2003. En una comparación de largo plazo, el crecimiento del indicador en el último bienio fue de magnitud comparable a la de los años 1992 y 1993. De acuerdo a la evolución de los últimos meses, se estima que en el primer trimestre de 2005 el aumento del IPI resultaría de magnitud levemente superior a la del cuarto trimestre de 2004.

En el cuarto trimestre de 2004, los precios implícitos correspondientes a los sectores productores de bienes registraron un aumento promedio del 5,3% anual; por su parte los sectores productores de servicios crecieron en el orden del 8,1% anual. Así, continuó la tendencia observada desde 2003, hacia una paulatina recuperación del precio relativo de los servicios y la construcción (que son típicamente no transables) frente a los bienes (que son mayormente transables, total o parcialmente).

De esta forma, en el cuarto trimestre de 2004 la relación de precios entre los sectores productores de bienes y los de servicios retrocedió 2,6% con respecto a su valor de un año atrás. Durante el año 2004, en promedio, esa relación cayó 2,1% frente a la cifra correspondiente a 2003.

GRAFICO 14

### Tipo de Cambio Nominal de Flotación Dólar de transferencia del Banco Nación, promedio comprador/vendedor (\$/U\$S)



(Gráfico 14). La intervención en el mercado de cambios se realizó, desde el segundo trimestre de 2004, en parte con recursos del muy alto superávit fiscal primario (esto es, sin expansión de base monetaria).

En el cuarto trimestre de 2004 el TCN (promedio comprador/vendedor del dólar de transferencia del Banco de la Nación) alcanzó un valor de \$ 2,95. Ello significó una suba del 3,4% con respecto al mismo trimestre del año anterior. Por otra parte, durante todo el año 2004 el TCN promedio resultó de \$ 2,92 por dólar, una suba de sólo 0,8% con relación a su valor promedio del año 2003. Esto implica que la economía ha funcionado con una alta estabilidad cambiaria en el último bienio, si bien hubo fluctuaciones de hasta 5% mensual con respecto al valor promedio del TCN.

Es importante destacar el funcionamiento del sistema de flotación en los últimos 2 años. En macroeconomía se reconoce la importancia de un buen sistema de precios relativos, los que deben actuar como señales hacia los agentes para lograr la eficiencia en la asignación de recursos, tanto desde el punto de vista sectorial (entre bienes transables y no transables), como en su uso intertemporal (aplicación al consumo o al ahorro). En la teoría se postula, a la vez, que esos precios deberían ser suficientemente estables, evitando las grandes transferencias de ingresos resultantes de períodos de alta inflación, y respetando

## 6. Tipo de Cambio

Desde principios de 2003 hasta la fecha el tipo de cambio nominal con el dólar (TCN) mostró una clara tendencia a la baja en el mercado doméstico. Por esa causa, en los últimos dos años el Banco Central intervino sistemáticamente en el mercado cambiario, comprando dólares para sostener su precio. De esa forma, el Gobierno logró dos objetivos de política económica: estabilizar con mínimas fluctuaciones el valor del TCN, y preservar a la vez un tipo de cambio real (TCR) en niveles competitivos

a la vez los principales equilibrios macroeconómicos: el externo, el interno y el fiscal. Siendo el tipo de cambio probablemente el precio más importante de la economía, adquiere gran relevancia tanto su valor como su grado de varianza. Para analizar la volatilidad anual del TCN, en el Gráfico 15 se presenta el promedio trimestral móvil de la dispersión –o desvío estadístico estándar- del indicador.

Se advierte claramente que la dispersión del TCN con respecto a su valor promedio anual móvil fue cayendo rápidamente, desde niveles del 10% a principios de 2003, hasta menos del 2% de su valor a fines de 2004 (unos 5 centavos de peso). La baja volatilidad durante el último bienio le ha permitido a la economía potenciar los efectos expansivos derivados del sostenimiento de un tipo de cambio real competitivo. Adicionalmente, en el Cuadro A4.10 del Apéndice Estadístico se presentan distintas estimaciones del tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos, Brasil y Europa.

## 7. Índices de Precios del Comercio Exterior y Términos del Intercambio

De acuerdo con las estimaciones del INDEC, en el cuarto trimestre de 2004 los precios promedio de las exportaciones de bienes (expresados en dólares) aumentaron 2,4% anual, mientras que los de las importaciones subieron en una proporción del 8,9% anual en el mismo período.

En la comparación con el trimestre inmediato anterior, las variaciones respectivas fueron menores, negativas para las exportaciones (-2,1%) y positivas (1,2%) para las importaciones. A pesar de esta reciente evolución negativa, cabe señalar que, en una perspectiva de más largo plazo, los precios de las exportaciones durante todo el año 2004 se ubicaron 9% por sobre su nivel promedio del año base de 1993, mientras que los de las importaciones fueron 6,3% menores que en dicho período. En el Gráfico 15 se percibe claramente cómo, en la segunda mitad de 2004, tendió a cerrarse la brecha entre ambos índices de precios, brecha que había aparecido a mediados de 2002 (Cuadro 7 y Gráfico 16).

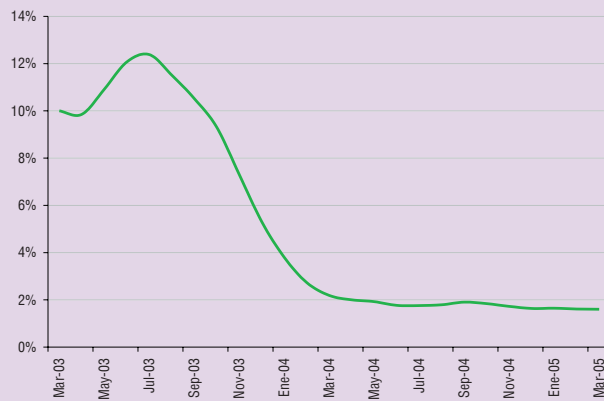
En el Cuadro A4.11 del Apéndice Estadístico se presenta el índice de precios de las Exportaciones desagregado por grupo de productos. En el cuarto trimestre de 2004 los precios de los productos primarios disminuyeron notablemente (-14% anual), sumando una nueva caída a la del trimestre inmediato anterior. Las manufacturas de origen agropecuario mostraron igualmente un retroceso del 8% anual, acumulando una pérdida del 19% contra el segundo trimestre de 2004 (hecho relevante puesto que aún conforman el principal rubro de las ventas externas). Los precios de las manufacturas industriales crecieron significativamente (12% anual) en el cuarto trimestre de 2004, si bien se hallan aún en niveles que son inferiores a los de la década del '90; en este caso, la suba de precios coincidió con un incremento de las cantidades exportadas. Finalmente, los combustibles y otros derivados del petróleo escalaron 43% anual en el cuarto trimestre, para tocar valores nominales récord históricos; sus precios se ubicaron, en términos relativos, muy por arriba de los correspondientes a los restantes rubros.

En el Cuadro A4.12 se presenta un esquema similar al anterior, correspondiente a las Importaciones de bienes. Los precios de los Bienes de Capital cayeron 2% anual en el cuarto trimestre de 2004, aunque aumentaron mínimamente frente al trimestre inmediato anterior. Así, interrumpieron la tendencia a la baja que arrastraban desde 1996. Sin embargo, todavía se ubicaron como el grupo de precios relativos más bajos. Los Bienes Intermedios, que también caían hasta 2003, revirtieron francamente esa tendencia y subieron 24% anual en el cuarto trimestre de 2004. Los precios de los Combustibles y lubricantes importados se incrementaron 22% anual en el mismo período, ubicándose en los niveles relativos más altos, aunque inferiores a los de los combustibles exportados. Las Piezas y accesorios para bienes de capital apenas variaron 2% anual, situándose en niveles relativos superiores a los de los propios Bienes de Capital. Por último, los precios de los Bienes de Consumo continuaron recuperándose en el cuarto trimestre (4% anual). Constituyen tradicionalmente el grupo con menor volatilidad de precios, si bien a

GRAFICO 15

### Volatilidad anual del Tipo de Cambio Nominal con el Dólar

Promedio trimestral móvil, en porcentaje



## CUADRO 7

**Indices de Precios del Comercio Exterior y de Términos del Intercambio**

Indices (1993 = 100) y tasas de variación, en % (1)

Período	Índice de Precios de Exportación	Var. (1)	Índice de Precios de Importación	Var. (1)	Índice de Términos del Intercambio	Variac. (1)
2002 (*)	91,0	-3,9	86,7	-3,6	105,0	-0,4
2003 (*)	99,7	9,6	87,0	0,3	114,6	9,2
2004 (*)	109,0	9,3	93,7	7,7	116,3	1,5
2002						
I trim. (*)	88,4	-10,3	89,8	-3,1	98,4	-7,5
II trim. (*)	87,8	-6,4	86,9	-4,3	101,0	-2,2
III trim. (*)	92,4	-3,4	86,3	-2,2	107,1	-1,3
IV trim. (*)	95,8	5,2	84,4	-2,5	113,5	7,9
2003						
I trim. (*)	100,9	14,1	86,1	-4,1	117,2	19,0
II trim. (*)	96,7	10,1	87,7	0,9	110,3	9,1
III trim. (*)	98,9	7,0	86,5	0,2	114,3	6,8
IV trim. (*)	102,9	7,4	87,6	3,8	117,5	3,5
2004						
I trim. (*)	109,1	8,1	90,0	4,5	121,2	3,4
II trim. (*)	113,6	17,5	94,3	7,5	120,5	9,3
III trim. (*)	107,7	8,9	94,3	9,0	114,2	-0,1
IV trim. (*)	105,4	2,4	95,4	8,9	110,5	-5,9

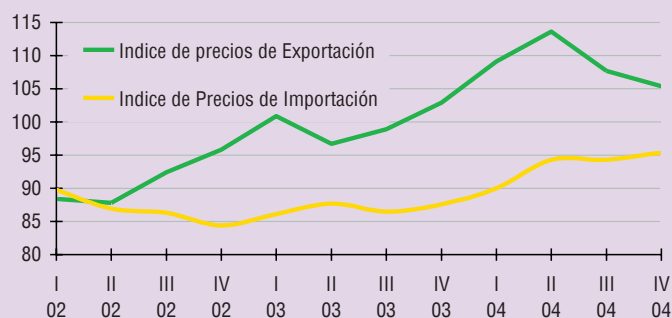
(1) Tasas de variación anual entre precios promedio de cada período.

(\*) Cifras provisionales.

Fuente: INDEC.

principios de 2003 habían tocado valores mínimos. En el año 2004 recuperaron en promedio los valores que tenían en 2001, inferiores sin embargo a los de la década del '90.

## GRAFICO 16

**Indices de precios del Comercio Exterior**  
Evolución trimestral - Base 1993 = 100

En términos generales, la fuerte baja del dólar contra el euro de los últimos 2 años, no se vio reflejada en una suba comparable de los precios en dólares de las importaciones (constituídas mayormente por bienes manufacturados diferenciados). En cambio, esa baja impactó en mayor medida sobre los precios de las exportaciones, en particular sobre los sectores productores de commodities primarios e industriales. La suba de estos últimos también se explicó por un aumento de la demanda global, en particular la proveniente de las principales economías de Asia.

De acuerdo con las cifras señaladas en el punto anterior, en el cuarto trimestre de 2004 los términos del intercambio (relación entre los precios de las exportaciones y los de las importaciones) cayeron 5,9% en términos anua-

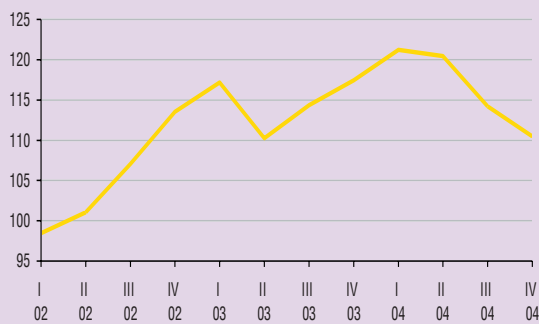
les, mientras que perdieron 3,3% con relación al trimestre inmediato anterior. De todas formas, el indicador pudo aún registrar, para el promedio del año 2004, su mejor nivel de los últimos 20 años. La fuerte suba de los términos del intercambio había comenzado a producirse en 2002, y se revirtió parcialmente a fines de 2004 (Gráfico 17).

Las estimaciones del INDEC sobre el poder de compra de las exportaciones nacionales, y la resultante ganancia (o pérdida) del intercambio externo (medidas con relación al año base de 1993) se presentan en el Cuadro 8. En el año 2004, las exportaciones declaradas de mercancías sumaron un valor de U\$S 31.608 millones (a los precios de 1993), lo que representó un máximo histórico para este importante agregado. El poder de compra de esas ventas representó, a los precios vigentes en 2004, una ganancia resultante del intercambio de U\$S 5.150 millones frente a los precios del año base, puesto que los términos del intercambio actuales superaron ampliamente a los de entonces. Si esas exportaciones se cotejasen con respecto a los precios de 2003, la diferencia seguiría siendo favorable y también significativa (U\$S 822 millones).

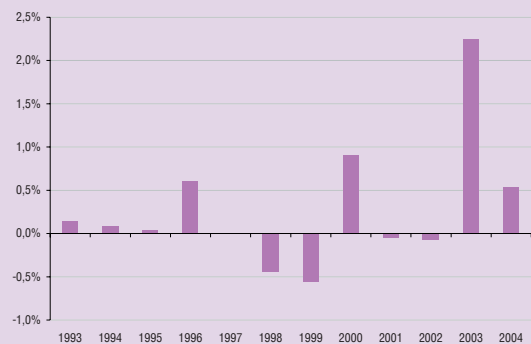
La evolución positiva de los precios externos durante 2004 le permitió al país contar con un beneficio extraordinario –como ya había sucedido en el año 2003–, en la forma de un ingreso adicional para los exportadores, o que fue percibido directamente por el Estado a través de las retenciones. Además, los mejores términos del intercambio en dos décadas se obtuvieron dentro de un contexto macroeconómico de tipo de cambio real competitivo, resultando su impacto mayor que el que se hubiera logrado durante la década del '90, cuando el país contaba con un tipo de cambio real bajo (Gráfico 18).

Analizando este efecto en términos del producto, el resultado directo obtenido en 2004 representó aproximadamente un 0,5% del PIB corriente de ese período (medido contra los precios ya altos de 2003). Pero si la comparación se realizara contra los precios prevalecientes en 2002 –previamente a la fuerte recuperación de la economía–, el efecto directo de los buenos precios externos llegaría hasta aproximadamente 2,3% del PIB del año 2004.

**GRAFICO 17**  
**Índice de términos del intercambio**  
Base 1993 = 100



**GRAFICO 18**  
**Efecto de la Variación de los Términos del Intercambio**  
Sobre el PIB corriente (%)



**CUADRO 8**  
**Poder de compra de las exportaciones y ganancia (o pérdida) del intercambio**

Período	Exportaciones en millones de dólares de 1993 (A)	Índice de Términos del Intercambio (Base 1993=100) (B)	Poder de compra de las exportaciones en millones de dólares de 1993 (C)=(A)*(B)/100	Ganancia (o Pérdida) del intercambio en millones de dólares de 1993 (D)=(C)-(A)	Variación con respecto al período anterior (E)=(D)-(D-1)
2002	28.252,1	105,0	29.664,7	1.412,6	-72,9
2003 (*)	29.654,8	114,6	33.984,4	4.329,6	2.917,0
2004 (*)	31.607,9	116,3	36.760,0	5.152,1	822,5

(\*) Cifras provisionarias.  
Fuente: INDEC.