

MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION



INFORME ECONOMICO

*Primer Trimestre de 2003*



**PRESIDENTE**

- *Dr. Néstor Kirchner*

**MINISTRO DE ECONOMIA Y PRODUCCION**

- *Lic. Roberto Lavagna*

**SECRETARIO DE POLITICA ECONOMICA**

- *Lic. Oscar Tangelson*

**SECRETARIO DE COORDINACION TECNICA**

- *Dr. Jorge L. Madcur*

**SECRETARIO DE FINANZAS**

- *Lic. Guillermo E. Nielsen*

**SECRETARIO DE HACIENDA**

- *Lic. Carlos A. Mosse*

**SECRETARIO DE AGRICULTURA, GANADERIA PESCA Y ALIMENTOS**

- *Ing. Miguel S. Campos*

**SECRETARIO DE INDUSTRIA, COMERCIO Y DE LA PEQUEÑA Y MEDIANA EMPRESA**

- *Lic. Alberto Dumont*

**SECRETARIO LEGAL Y ADMINISTRATIVO**

- *Dr. Eduardo A. Pérez*
-



**MINISTRO DE ECONOMIA Y PRODUCCION**

• *Lic. Roberto Lavagna*

**SECRETARIO DE POLITICA ECONOMICA**

• *Lic. Oscar Tangelson*

**SUBSECRETARIO DE PROGRAMACION ECONOMICA**

• *Lic. Daniel E. Novak*

El Informe Económico es una publicación realizada por la Secretaría de Política Económica. El Director Nacional de Coordinación de Políticas Macroeconómicas, Lic. José Luis Maia, es responsable de la coordinación general, con la asistencia del Director de Información y Coyuntura, Lic. Carlos Quarracino. Los equipos profesionales de la Dirección Nacional de Coordinación de Políticas Macroeconómicas (perteneciente a la Secretaría de Política Económica), de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales y de la Dirección Nacional de Cuentas Internacionales (ambas dentro del Instituto Nacional de Estadística y Censos) colaboran activamente en la elaboración del Informe.

**Para consultas y sugerencias, dirigirse a:**

Tel.: 4349-5791

Fax: 4349-5832

E-mail: [cquarr@mecon.gov.ar](mailto:cquarr@mecon.gov.ar)

Este Informe Económico se encuentra disponible en la Internet, en la dirección [http:// www.mecon.gov.ar/prgmacre. htm](http://www.mecon.gov.ar/prgmacre.htm), dirigiéndose al sitio de la Dirección Nacional de Coordinación de Políticas Macroeconómicas. En ella pueden descargarse los cuadros del Apéndice Estadístico en formato Excel.



# La Economía Argentina durante el primer trimestre de 2003 y Evolución reciente

La actividad económica durante el primer trimestre de 2003 mostró una consolidación de la tendencia alcista iniciada a partir del segundo trimestre del año anterior. En general, los indicadores económicos del trimestre reflejaron un contraste muy fuerte con los obtenidos en el primer trimestre de 2002, cuando se había abandonado el anterior régimen cambiario y monetario. En aquel entonces la caída acelerada del PIB, la disminución de las reservas internacionales, las expectativas de una depreciación del peso aparentemente sin fondo, y una fuga masiva de los activos locales, conformaron en conjunto un marco de alta incertidumbre, en tanto que el primer trimestre de 2003 presentó recuperación del nivel de actividad económica, reservas internacionales estabilizadas (a pesar de los pagos netos a organismos internacionales realizados en el trimestre), apreciación del peso, mayor demanda de dinero, desaceleración de la salida de capitales, aumento de las importaciones (concordante con la recuperación del nivel de actividad) y un acuerdo firmado con el FMI en enero de 2003.

En rigor, la recuperación se había iniciado tímidamente a partir del segundo trimestre de 2002, pero se fue consolidando con el transcurso del año y el inicio de 2003. En efecto, luego de subas del 0,9%, 0,6% y 1,2% en el segundo, tercero y cuarto trimestres de 2002, respectivamente, en el primer trimestre de 2003

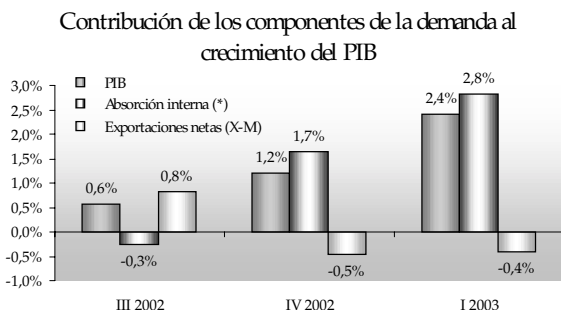
el PIB desestacionalizado subió 2,4% respecto del trimestre inmediato anterior, mostrando así una pronunciada aceleración en la mejoría.

Al considerar las evoluciones interanuales, es decir cada trimestre con respecto al mismo trimestre del año anterior, el PIB con estacionalidad a precios constantes experimentó una suba del 5,4% en el primer trimestre de 2003, constituyéndose en la primera variación interanual positiva luego de diecisiete trimestres con signo contrario.

Como se señaló ya en el Informe Económico anterior, la composición de esta recuperación del PIB desestacionalizado según los componentes de la demanda agregada se ha ido modificando favorablemente con el transcurso de los trimestres. Así, en el último trimestre de 2002 y en el primero de 2003 tanto la participación del consumo privado como, particularmente, de la inversión<sup>1</sup> se transformaron en positivas, a diferencia de lo ocurrido en el segundo y tercer trimestres de 2002, que se habían caracterizado por una participación negativa de la absorción interna, ya que tanto el consumo (privado y público) como la inversión contribuyeron negativamente al crecimiento del producto. En contraste, las exportaciones netas, que habían sido los dinamizadores excluyentes en la recuperación inicial del

<sup>1</sup> Tanto la inversión en construcción como en equipo durable, nacional e importado, muestran tasas de variación desestacionalizadas positivas en esos dos trimestres.

PIB, en los últimos trimestres pasaron a contribuir negativamente, en particular por la recuperación desestacionalizada de las importaciones.



(\*) Incluye variación de existencias

En materia monetaria, en el primer trimestre de 2003 se evidenció un crecimiento moderado de la base monetaria. Los factores de expansión monetaria estuvieron básicamente vinculados a fuentes externas y no a las necesidades de financiamiento de los agentes internos. Asimismo, cabe mencionar que el crecimiento de reservas por operaciones del BCRA con el sector privado (liquidaciones de comercio exterior e intervención) fue disminuyendo desde principios de 2003, evidenciando una progresiva normalización del mercado de cambios. Asimismo, se produjo un nuevo capítulo en el proceso de normalización del sistema bancario, con una nueva propuesta del Gobierno para un retiro anticipado de los depósitos reprogramados a principios de 2002. Si bien la “desprogramación” alcanzó al 51% de CEDRO privados, el resultado puede considerarse positivo en la medida en que sólo restan \$ 8.000 millones (CER incluido) de depósitos reprogramados, y que se registró un elevado grado de reinversión de los fondos liberados. Se estima que dentro del tramo de colocaciones de hasta \$ 42.000, el 93% de los fondos liberados se convirtió en depósitos a plazo fijo.

En enero de 2003 se concretó un acuerdo con el FMI por el cual se evitó entrar en la situación de incumplimiento (default) de la deuda con los organismos internacionales. El acuerdo esta-

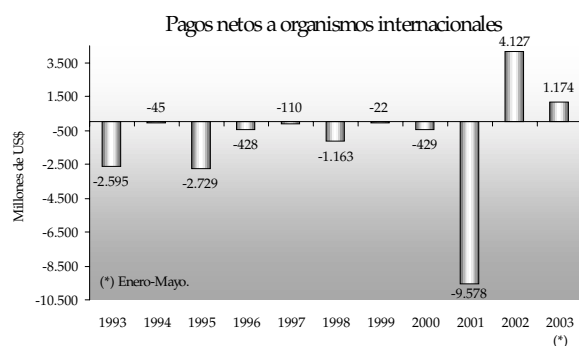
blece el otorgamiento de un crédito “stand by” para cubrir las obligaciones con el organismo internacional (incluidos los intereses) hasta agosto de 2003, y refinanciar aquellas obligaciones cuyos pagos estaban programados pero no eran exigibles. Por este acuerdo el gobierno argentino se comprometió a cumplir con una serie de metas de naturaleza tanto monetaria como fiscal. Con respecto a las primeras el BCRA se comprometió a alcanzar tres metas de periodicidad bimestral (fijadas por mutuo acuerdo a partir del 7 de enero de 2003), dos de las cuales son exigibles y una indicativa. Las metas exigibles, que se refieren a cumplir con un monto mínimo de reservas internacionales netas y un monto máximo de activos internos netos, se han sobrecumplido ampliamente en lo que va del año y ese sobrecumplimiento ha crecido a lo largo de los meses (ver Capítulo Dinero y Bancos). La meta indicativa de base monetaria amplia no se cumple desde marzo, pero los desvíos registrados deben interpretarse a la luz de la evolución de la situación macroeconómica. El mayor nivel de actividad, la menor tasa de inflación, la normalización gradual del sistema financiero y del mercado de cambios y de capitales justifican un crecimiento de la base monetaria amplia por encima de lo inicialmente acordado.

Debido a la sostenida mejora de las cuentas fiscales, como consecuencia de la mayor recaudación en términos nominales, superior en 57% a la del mismo período de 2002) y de un comportamiento menos dinámico del gasto primario nominal, que subió 19% entre los mismos períodos. En términos reales, considerando la evolución del IPC, la recaudación tributaria subió 19% y el gasto primario descendió casi 10%. De tal manera, el resultado fiscal primario pasó de un déficit de \$ 2.058,7 millones en el primer trimestre de 2002 a un superávit de \$ 1.788 millones en el primer trimestre de 2003.

Cabe tener en cuenta que uno de los pocos rubros de gasto corriente que se incrementó en el período correspondió a los planes de jefes y jefas de hogar. La implementación de los mis-

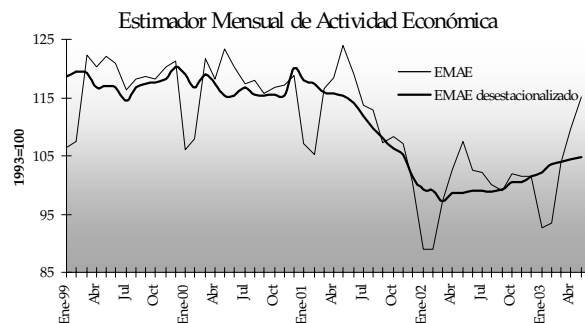
mos permitió atenuar los efectos que la depreciación cambiaria y los consecuentes aumentos de precios (fundamentalmente de los alimentos que componen la canasta básica) habían producido sobre los sectores de la sociedad más desprotegidos. En tal sentido cabe destacar que la reducción de la inflación primero y la reciente recuperación de los salarios reales que acompañan a la mayor productividad y el aumento en el empleo, han comenzado a mejorar paulatinamente los indicadores sociales, más específicamente la proporción de la población que se encuentra por debajo de las líneas de pobreza e indigencia.

El muy buen desempeño general de la actividad económica en el primer trimestre del año, hasta aquí comentado, cobra mayor relieve si se toma en cuenta que, al igual que en todo 2002, en los primeros meses del año la Argentina siguió siendo pagador neto a los organismos internacionales. En efecto, en los primeros cinco meses de 2003 dichos pagos netos alcanzaron la suma de U\$S 1.174 millones<sup>2</sup>.



En el segundo trimestre del año 2003 continuó la tendencia favorable, como lo muestran los indicadores de abril y mayo del EMAE (Estimador Mensual de Actividad Económica). Aunque la tasa de variación desestacionalizada respecto del primer trimestre del año probablemente muestre un crecimiento algo inferior a la del primero, esta desaceleración de la tasa de recupe-

ración del segundo trimestre de 2003 puede considerarse inferior a la inicialmente prevista. Al respecto no debe olvidarse que el crecimiento anualizado del primer trimestre de 2003 había alcanzado el 10%, variación difícilmente sostenible. En el análisis de la coyuntura actual se interpreta que inciden los siguientes factores:

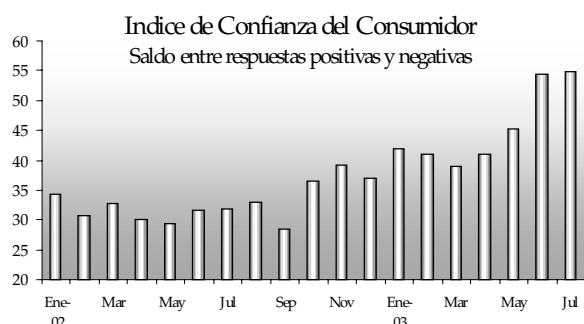


a) Incertidumbre electoral: la desaceleración que está mostrando la recuperación del PIB real se produce a partir de la incertidumbre que provocó el proceso electoral y que afectó particularmente a los meses de marzo, abril y parte de mayo. Esta incertidumbre se disipó con el resultado electoral y la creciente confianza que desde entonces han ganado las autoridades.

b) Confianza de los consumidores y acumulación de inventarios: el indicador de confianza de la Universidad Torcuato Di Tella muestra un máximo relativo en enero, cae en los meses siguientes (mientras la producción continuaba creciendo) y comienza a recuperarse cuando se despeja la mencionada incertidumbre electoral, llegando a un nuevo máximo en junio. Al cotejar confianza del consumidor con actividad económica podría interpretarse que en el primer trimestre hubo una acumulación de stocks, en parte no deseada. Esta acumulación de stocks también coincide con lo publicado en las Cuentas Nacionales como Discrepancia Estadística y Variación de Existencias

<sup>2</sup> En 2002 dichos pagos netos fueron de U\$S 4.127 millones. Durante el período 1993-2001, en contraste, la Argentina había sido receptor neto en cada uno de esos años, con un promedio anual de U\$S 1.900 millones.

para el primer trimestre del año. Por ello es que se considera que no debe descartarse la contribución de este factor a la desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo trimestre. Por otra parte el repunte en la confianza de los consumidores de junio y julio alienta una nueva recuperación del PIB en el tercer trimestre del año.



c) Brecha del producto: la economía argentina presenta una importante brecha entre el producto potencial y el observado que se estima entre el 12% y el 15%, a pesar de considerar que las caídas del PIB del 2001 y 2002 tuvieron un importante efecto negativo de carácter permanente sobre el producto potencial. Esta brecha contribuye a explicar los bajos índices inflacionarios que se están registrando a pesar de la recuperación de la actividad. Esto no significa descartar cuellos de botella en determinados sectores, como textiles, que se recuperaron muy fuertemente desde la depreciación y que habían realizado relativamente pocas inversiones en los últimos años, o en algunas ramas de producción (metálicas básicas) que a pesar de haber recibido inversiones en los últimos años, continuaron con importantes tasas de crecimiento.

d) Financiamiento del crecimiento: de la mano de la violenta caída del PIB en los años 2001-2002 se produjo una impresionante “fuga de capitales” que se vio básicamente reflejada en la acumulación de activos en moneda extranjera por parte de residentes (en el registro de la balanza de pagos la compra de dólares por residentes es la única operación que por más que

involucra a residentes es considerada como salida de capitales). La recuperación que está evidenciando el PIB en el año 2003 se registra a pesar de que la acumulación de activos externos por parte de residentes (“fuga de capitales”) continúa. Lo que sucede es que su ritmo se ha desacelerado notablemente respecto a 2002. Con ello se quiere significar que la recuperación proyectada de la actividad, al menos en el corto plazo, no requiere financiamiento adicional. Tal como muestra la evolución de la brecha entre la compra y venta de moneda extranjera por residentes (Mercado único de cambios BCRA), aunque todavía positiva en lo que va de este año, la acumulación de estos activos va disminuyendo, lo cual constituye una fuente de financiación del crecimiento en el corto plazo.

e) Escenario internacional no desfavorable: las bajas tasas de interés internacionales impulsadas por las políticas monetarias expansivas de algunos países desarrollados incentivan el retorno de capitales hacia la región y el país. Más allá de que estos ingresos pueden ser muy volátiles y que las autoridades tomen algunas medidas para amortiguar esa volatilidad, las actuales circunstancias favorecen las entradas de capitales, y ello afecta positivamente sobre la actividad. Por el contrario, el estancamiento de la economía brasileña puede haber determinado mayores saldos exportables del país vecino hacia el nuestro, lo cual se observa en un aumento en las importaciones de algunos productos industriales.

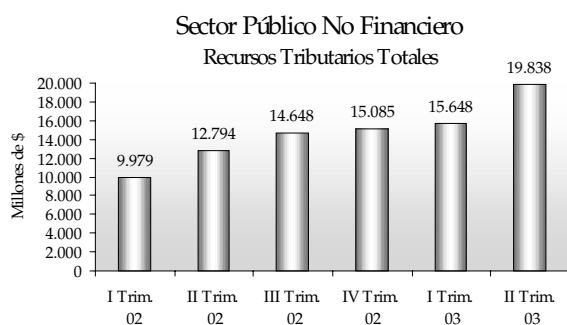
Los factores mencionados, permitieron que, mas allá del estancamiento evidenciado en algunos sectores industriales en el segundo trimestre del año, la actividad económica en su conjunto muestre una desaceleración en el crecimiento incluso inferior a la temida originalmente, gracias al repunte que se observa en otros sectores como el agro, el transporte, la construcción y el comercio.

Algunos analistas económicos han hecho una lectura algo apre-

surada de tal desaceleración, sugiriendo la probabilidad de que el proceso de recuperación se haya agotado. De hecho, más allá de los factores políticos mencionados, era esperable una pausa en la expansión industrial, ya que la actividad manufacturera venía creciendo a un ritmo bastante acelerado: en el cuarto trimestre de 2002 las subas registradas por el EMI desestacionalizado implicaban un crecimiento anualizado del 34%, un ritmo ciertamente imposible de sostener. Por otro lado, ante la apreciación real del tipo de cambio que acompañó la expansión industrial a partir de mediados de 2002, se observa una mayor generalización en las fuentes de crecimiento, con algunos sectores productores de no transables, más relacionados con el consumo, en gradual recomposición y con los sectores productores de transables amortiguando la excluyente gravitación inicial.

Los indicadores preliminares de reciente divulgación, en particular los de algunas variables tradicionalmente procíclicas como la recaudación impositiva, las importaciones de bienes o la demanda de dinero doméstico, resultan elocuentes acerca de que la dinámica de recuperación del nivel de actividad no ha cambiado su orientación, aun cuando sea natural que vaya mostrando mayor o menor velocidad en su evolución.

Por caso, en los últimos meses la recaudación tributaria superó las expectativas más optimistas. La Administración Federal de Ingresos Públicos (AFIP) recaudó en el segundo trimestre un



3 Si se extraen los meses de abril (para extraer el efecto de un abril de 2002 excepcionalmente bajo) la suba de la recaudación todavía es muy alta, del 45%, contra precios que evolucionaron 12,5% entre los bimestre mayo-junio de 2002 y de 2003.

promedio de \$ 6.600 millones mensuales (incluyendo los impuestos previsionales destinados al sistema privado de capitalización), lo cual resulta 55% superior a lo recaudado en igual trimestre de 2002, muy por encima de la inflación registrada entre ambos períodos, que medida por IPC fue de solo 14,5% (promedios trimestrales)<sup>3</sup>.

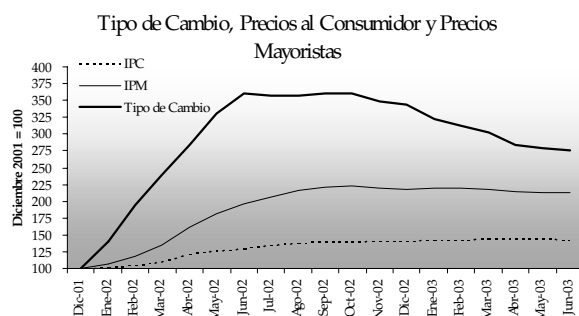
Asu vez, en abril y mayo de 2003 las importaciones mostraron en conjunto una suba del 48,6% respecto de los valores de un año atrás, acentuando la tendencia a la recuperación que había tenido lugar ya en el primer trimestre del año, cuando el crecimiento interanual había sido del 21%.

De todos modos, más allá del gran repunte que presentan las importaciones, la balanza comercial sigue siendo una enorme fuente de oferta de dólares. El saldo mensual promedio en lo que va del año (a la fecha de cierre de este Informe Económico el último dato relevado era mayo) ha sido un superávit de US\$ 1.390 millones. Como se explicara anteriormente, una parte creciente del mismo se transforma en mayor demanda de base monetaria, mientras que el resto se transforma en acumulación de activos externos. Esta llamada “fuga de capitales” evidencia, como contrapartida, el fuerte potencial de recuperación que tiene la economía, y que se extiende al menos para los próximos períodos.

El valor en pesos del dólar norteamericano retrocedió casi 20%, al pasar de los \$ 3,50 promedio que valieron en diciembre de 2002 a \$ 2,81 en junio. Ante tal cuadro, y para mantener el tipo de cambio en niveles estables, el BCRA se vio obligado a intervenir con mayor frecuencia que la prevista originalmente. La sostenida recuperación de la actividad económica se evidencia en el fuerte incremento de la demanda de pesos, que permitió absorber la mayor oferta sin el menor traslado a los precios. Todo



lo contrario, la mayor oferta monetaria ha sido oportuna para evitar deflaciones mayores, ya que entre marzo y junio de 2003 los precios mayoristas observaron retrocesos, posteriormente reflejados también en los índices de precios al consumidor de mayo y junio.

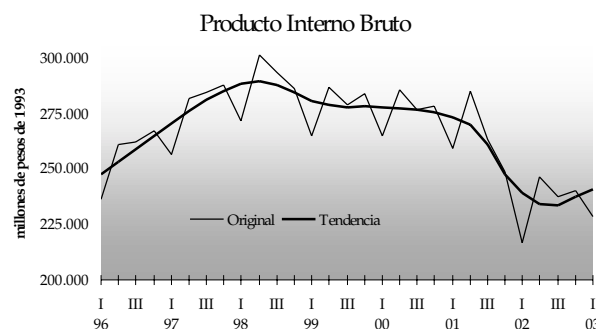


Seguidamente, como es tradicional en este Capítulo, se ofrece un resumen de los Capítulos específicos de este Informe Económico.

### *Nivel de actividad*

La evolución macroeconómica del cuarto trimestre de 2002 determinó, de acuerdo a estimaciones provisionarias, una variación negativa en la oferta global medida a precios del año 1993, de 5,8% con respecto al mismo período del año anterior. Esta disminución estuvo generada por una variación negativa de 3,6% en el PIB y otra de 29,8% en las importaciones de bienes y servicios reales. En la demanda global se observó una disminución de 16,5% en la inversión interna bruta fija y un aumento de 6,4% en las exportaciones de bienes y servicios reales. La disminución del consumo privado fue de 7,2%, mientras que la del consumo público fue algo menor (-2,1%).

Los sectores productores de bienes registraron durante el cuarto trimestre de 2002 una variación negativa de 1,8%, determinada principalmente por las bajas en el nivel de actividad de la



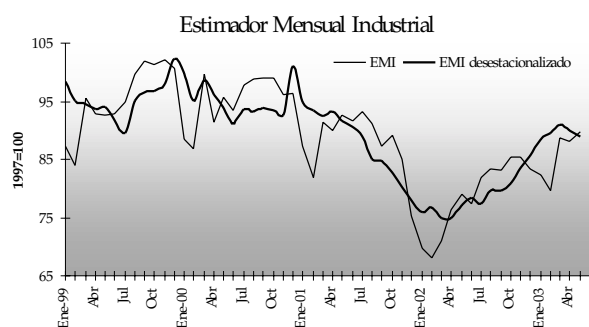
agricultura, ganadería, caza y silvicultura (-6,2%) y de la construcción (-16,4%). La industria manufacturera, en cambio, registró un aumento del 4,4%. Por su parte, los sectores productores de servicios registraron una baja interanual del 3,8%.

La variación provisoria del PIB desestacionalizado del cuarto trimestre de 2002 con respecto al tercero de 2002 arrojó una suba de 0,8%.

Los valores alcanzados en el cuarto trimestre y la revisión de las estimaciones del tercero determinaron que el PIB registre una baja, durante el año 2002, de 10,9% respecto del año anterior. La misma se explica por el comportamiento contractivo de los sectores productores de bienes (-11,4%) y de los productores de servicios (-9,2%).

El Estimador Mensual Industrial (EMI) que elabora el INDEC experimentó en los meses de enero y febrero la tercera y cuarta subas consecutivas interanuales. El crecimiento fue de una magnitud considerable (17,9% y 17,5%), aunque cabe recordar que la comparación se efectúa contra uno de los valores mínimos de la serie. Por su parte, los datos desestacionalizados confirman la tendencia positiva. El incremento de 1,5%, entre ambos meses, constituye la séptima variación positiva. A nivel de bloques se registraron en febrero importantes crecimientos en la producción de textiles (170,7%), metalmecánica (121,8%), minerales no metálicos (31,3%), metálicas básicas (20%) y automotores (18,9%).

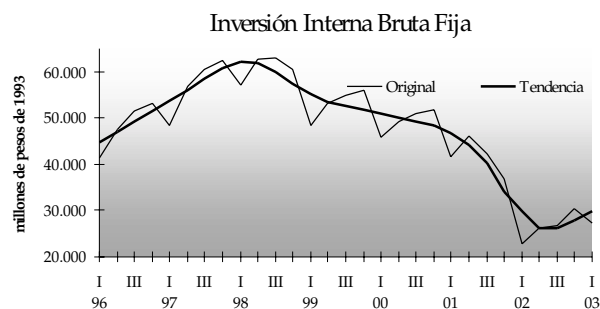
El único bloque que redujo su producción fue el de editoriales e imprentas (-15,9%).



### Inversión

En el cuarto trimestre de 2002 la Inversión Interna Bruta Fija (IIBF) medida a precios constantes continuó registrando valores mínimos, pero con una caída (-16,5%) que tiende a desacelerarse. Las contracciones de la construcción (-16,6%) y de la inversión en equipo durable (-16,2%) resultaron más suaves que en períodos anteriores. La baja más pronunciada continuó observándose en el equipo importado (-48,4%), dada la variación que sufrieron los precios respectivos (221,3%). En el caso del equipo nacional, en cambio, se registró un aumento (9,2%) que estuvo basado en la incorporación de maquinaria y equipo (16,4%), ya que el material de transporte continuó decayendo (-15,4%).

La variación desestacionalizada de la IIBF contra el trimestre anterior presentó un crecimiento significativo (10,4%), y algo menor fue el de la tendencia suavizada (3,6%).



Medida a valores corrientes la inversión del cuarto trimestre alcanzó a \$ 47.926 millones, 40,7% superior a la de igual período de 2001. No obstante, el promedio del año, \$ 37.543 millones, resultó inferior al de 2001 (-1,5%). El cociente IIBF/PIB tendió a recuperarse en el cuarto trimestre, luego de alcanzar valores mínimos en los trimestres previos, tanto a precios constantes (12,9%), como corrientes (14%).

Con posterioridad al cuarto trimestre se conocieron las estimaciones del Indicador Sintético de la Construcción (ISAC) que han arrojado importantes variaciones positivas interanuales en los meses de enero y febrero (36,9% y 38,3%, respectivamente). En el caso de los despachos de cemento las cifras correspondientes al primer trimestre de 2003 indican un crecimiento del 20,8%. El resto de los insumos para los cuales se dispone de información mostró también significativas alzas en el mes de enero último, que oscilan entre 15% (ventas de tubos sin costura) y 195,6% (producción de cerámicos).

Los permisos de edificación para obras privadas también mostraron avances en enero (69%) y febrero (49,5%). Las perspectivas para el mes de marzo (contenidas en la Encuesta Cualitativa de la Construcción) se mantienen estables. En el sector privado el 21,1% de las firmas encuestadas no está realizando obras, y el 31,9% de las empresas dedicadas a las obras públicas se encuentran paralizadas. El número de escrituras anotadas en el Registro de la Propiedad Inmueble de la Ciudad de Buenos Aires volvió a mostrar un incremento en enero (37,9%).

En el primer trimestre de 2003 las ventas al mercado interno de material rodante de producción nacional se recuperaron en los segmentos de utilitarios (0,1%) y vehículos de carga (4,8%), pero continuaron decayendo en el rubro de automóviles (-32,2%).

Las compras de equipo importado alcanzaron, en el primer bimestre de 2003 un valor de U\$S 211 millones, 17,6% menos

que en 2002, indicando una desaceleración de la caída e inclusive un aumento interanual en el mes de febrero (19%).

## *Mercado de Trabajo*

Las Encuestas Permanentes de Hogares (EPH) realizadas durante 2002 por el INDEC revelaron, si se considera el promedio de las dos encuestas anuales, una agudización del problema del empleo con respecto al año 2001. En igual sentido, se evidenció en el incremento de los niveles de indigencia y de pobreza. Sin embargo, los resultados de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), realizada en octubre de 2002 en 31 aglomerados urbanos del país (anteriormente se lo hacía en 28 aglomerados), reveló que la tasa de desocupación abierta promedio para el conjunto de aglomerados cubiertos para la EPH se ubicó en ese mes en el 17,8%, nivel levemente inferior al 18,3% correspondiente a octubre del año anterior.

La desocupación abierta para el conjunto de aglomerados urbanos cubiertos por la EPH creció, entre 2001 y 2002 en 289 mil personas, al considerar los promedios anuales. El 86% de este incremento se concentró en el área metropolitana del Gran Buenos Aires y en las ciudades de la región Pampeana.

El incremento del desempleo está explicado, casi en partes iguales, por el incremento de la oferta de trabajo, que se vio aumentada en 149 mil personas, y por la caída del empleo, que implicó una baja neta de 140 mil puestos. El Gran Buenos Aires y en las ciudades pampeanas participan más fuertemente en el incremento de la PEA que en la caída del empleo.

A partir del año 2002 el INDEC comenzó a elaborar un Índice de Salarios (IS) con periodicidad mensual. De acuerdo con la evolución de dicho indicador y la del Índice de Precios al Consumidor, el salario real de los trabajadores se deterioró 19% en



2002 con relación al cuarto trimestre de 2001.

Según la información básica proveniente de las declaraciones juradas realizadas por las empresas al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, el promedio mensual de puestos de trabajo asalariado declarados al cuarto trimestre de 2002 ascendió a 4.308.166, cifra que resulta 6,7% menor que la del mismo trimestre del año anterior. La remuneración promedio mensual fue de \$ 1.088 para el trimestre, lo que revela un incremento de 9,3% respecto del cuarto trimestre de 2001. Este incremento es resultado de la continua caída de los puestos de trabajo correspondientes a los tramos de ingreso inferiores y, parcialmente, del aumento de \$ 100 fijados desde agosto de 2002 para el sector privado.

Para todo 2002, en promedio, la evolución de los puestos declarados presenta una variación interanual negativa del 9%, en tanto las remuneraciones medias se incrementan en 5,1% con relación a 2001.

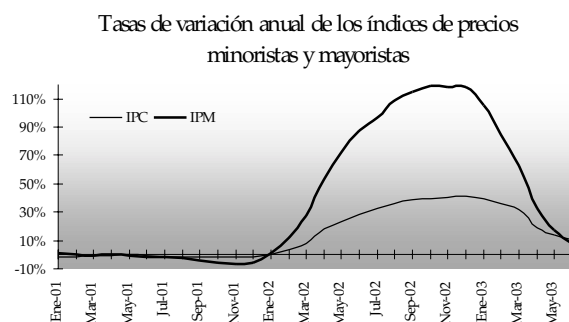
## *Precios*

La inflación del año 2002 representó un quiebre con respecto a la década previa de estabilidad de precios. Sin embargo, ello se produjo como consecuencia del fuerte cambio de precios relativos que tuvo lugar básicamente en la primera mitad del año, ya que hacia el final la tendencia de la inflación era claramente

decreciente y su nivel convergía hacia un dígito porcentual anual.

Con todo, los nuevos precios relativos reflejaron la significativa modificación operada a favor de los bienes transables y en contra de los no transables. Esta es una de las características distintivas del nuevo escenario macroeconómico con respecto al imperante durante la década pasada, ya que el tipo de cambio real (un precio clave tanto para la asignación sectorial de recursos como para las decisiones de consumo e inversión) ha subido al doble de su nivel promedio del período 1991-2001.

En el cuarto trimestre de 2002 el tipo de cambio nominal se estabilizó en un nivel histórico muy alto, básicamente como consecuencia de una política fiscal y monetaria restrictiva. En Noviembre pasado dicho indicador empezó a caer, debiendo intervenir la autoridad monetaria para evitar una baja más pronunciada, y en los primeros meses de 2003 esta tendencia a la revaluación del peso no hizo más que acentuarse. Los precios internos respondieron a este cambio, y las tasas mensuales de inflación descendieron rápidamente, hecho también explicado por la coyuntura económica de alto desempleo y caída del salario real como producto de la depreciación del peso de principios de 2002. En la evolución económica reciente se destaca el efecto notablemente débil de la depreciación del peso sobre el índice minorista, al contrario de lo que muchos analistas habían pronosticado a principios de 2002.



En el cuarto trimestre de 2002 los precios implícitos del Producto Bruto Interno subieron 40,8% anual. Considerando

promedios trimestrales, en dicho intervalo los precios minoristas aumentaron 40,3% anual y los mayoristas lo hicieron 118,5%. Así los precios del producto registraron una variación prácticamente idéntica a los precios minoristas, debido al peso relativo de los sectores no transables en el mismo. Por su parte, los precios combinados ascendieron 75,8% anual promedio en el cuarto trimestre, incrementos no registrados desde 1990. Considerando los aumentos de precios acumulados desde el final de la convertibilidad y hasta Febrero de 2003, resalta inmediatamente la enorme desproporción existente entre la inflación minorista (43,6%), la inflación mayorista (119,8%) y el tipo de cambio nominal (211,4%). El incremento del tipo de cambio casi duplica al de los precios mayoristas, mientras que este último casi triplica al aumento de los precios minoristas.

En términos de la tendencia inflacionaria (definida como la inflación trimestral anualizada), durante el cuarto trimestre de 2002 se desaceleró brutalmente la suba de los precios combinados, hasta hacerse prácticamente nula. Este freno estuvo explicado por la previa estabilización del tipo de cambio nominal, que se mantuvo durante unos meses inalterado para después comenzar a caer, dejando así de presionar sobre los precios mayoristas. Como se había señalado anteriormente desde este Informe Económico, el pico inflacionario registrado en Argentina a mediados de 2002 estuvo ligado a una crisis financiera temporaria, derivada del derrumbe del régimen monetario anterior, y no representaba una tendencia de largo plazo, en una economía abierta donde existe un alto nivel de desempleo estructural. Por el contrario, las estimaciones más recientes anticipan para 2003 una inflación minorista de sólo 14%.

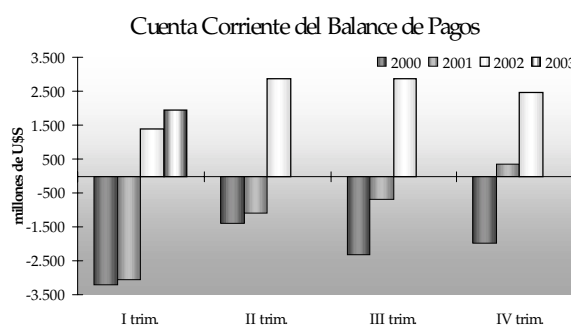
Los términos del intercambio externo mejoraron 6,1% anual en el cuarto trimestre de 2002, si bien su reciente tendencia positiva no alcanzó para neutralizar totalmente las caídas previas, y como resultado durante 2002 el indicador promedio cayó 1,8%. Hubo una baja en los precios de las exportaciones superior a la reducción en los precios de las importaciones. Sin embargo, aún

con precios bajos, hacia el final del año el indicador se ubicó cerca de sus mejores niveles históricos. Los precios promedio de las commodities (excluyendo combustibles) en el mercado mundial subieron 5% anual en el cuarto trimestre, afirmándose aún más en los primeros meses de 2003. La mejora para los combustibles fue cercana al 7% hasta el cuarto trimestre, pero llegó a superar el 50% anual hacia Febrero de 2003, ante el conflicto bélico entre EE.UU e Irak. Hubo también fuertes ganancias anuales para los granos, los aceites y demás materias primas agrícolas, pero la tendencia para los metales fue mucho más débil.

La desaceleración de la inflación minorista y mayorista continuó hasta Febrero de 2003, en un contexto financiero más calmado. En Febrero el tipo de cambio nominal había recortado la suba al 211% anual, con lo que el peso había ahora recuperado 16% de su poder de compra externo desde sus mínimos. Cabe destacar que la evolución del peso argentino fue durante ese período superior a la de las monedas de México o Brasil. En Febrero de 2003 los precios minoristas registraron un aumento del 36,1% anual, los mayoristas uno del 85,1% anual, y los precios combinados uno del 59,2% anual. Por su parte, durante 2002 el tipo de cambio real superó con exceso sus niveles de los 11 años del período de convertibilidad, e incluso los niveles de la década del '80. No obstante, fue notable su baja del 22% entre Junio de 2002 y Febrero de 2003, un efecto que se conoce en la literatura económica como overshooting o sobre-reacción. Hay que destacar que los años de convertibilidad se habían caracterizado por un tipo de cambio marcadamente bajo en términos históricos (un nivel que finalmente se reveló insostenible), pero simétricamente la depreciación del peso había llevado la divisa externa a niveles demasiado altos para la experiencia argentina, lo que posteriormente al atípico primer semestre de 2002 comenzó lentamente a revertirse.

### Sector Externo

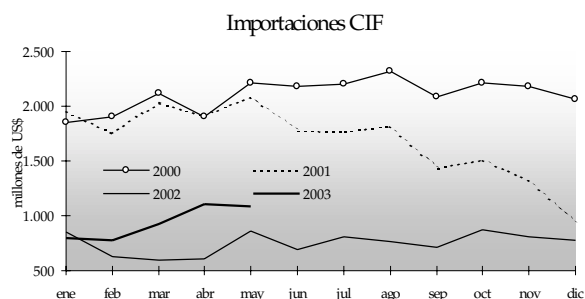
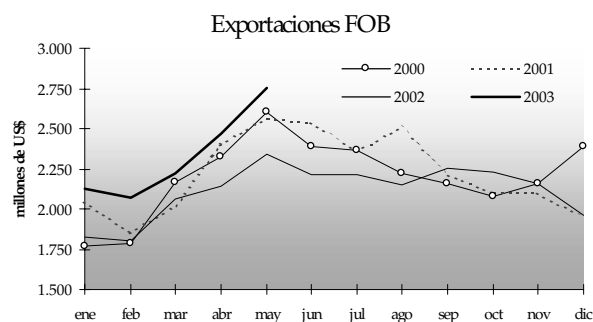
Durante el cuarto trimestre de 2002 la cuenta corriente del Balance de Pagos registró un superávit de U\$S 2.163 millones, la cuenta financiera un egreso neto de U\$S 1.270 millones y las reservas internacionales aumentaron en U\$S 1.072 millones. En el período se acentuó la desaceleración de la salida de capitales iniciada en el trimestre anterior, y el tipo de cambio mantuvo una tendencia levemente declinante. El aumento de las reservas internacionales del BCRA fue el primero desde el cuarto trimestre de 2000, cuando habían ingresado fondos provenientes del blindaje financiero.



En el año el superávit de la cuenta corriente alcanzó a U\$S 8.954 millones contra un déficit de U\$S 4.483 millones en 2001, esto es, una variación de U\$S 13.437 millones. Cabe recordar que la cuenta corriente registra flujos devengados, por lo tanto el saldo correspondiente a 2002 incluye U\$S 4.300 millones de atrasos en el pago de intereses.

Desde una perspectiva más amplia, el ajuste en el sector externo había comenzado en 1998, cuando la cuenta corriente registraba un déficit de U\$S 14.530 millones. El superávit del año se explica por el enorme superávit de la cuenta bienes por U\$S 16.883 millones (U\$S 7.451 millones en 2001) derivado de la caída de las importaciones, y por los menores egresos netos por servicios y la reversión del saldo de utilidades y dividendos.

En el año 2002 el valor de las exportaciones de bienes alcanzó a U\$S 25.352 millones, una disminución de 5% respecto del año anterior ocasionada principalmente por la baja en los precios de exportación. Las importaciones F.O.B. totalizaron U\$S 8.469 millones, 56% menos que en 2001, debido al efecto conjunto de la devaluación del peso y la recesión económica. En consecuencia el saldo del balance comercial fue superavitario en U\$S 16.883 millones, U\$S 9.432 millones más que el año anterior y récord histórico para la Argentina.



El saldo de la cuenta financiera en el trimestre fue de U\$S 1.270 millones. El sector privado registró un egreso neto de U\$S 1.716 millones, el sector bancario un egreso neto de U\$S 183 millones, y el sector público no financiero y el BCRA tuvo un saldo positivo de U\$S 630 millones.

Por su parte, en el año el saldo de la cuenta financiera registró un egreso neto estimado en U\$S 11.486 millones, que se desglosa en un egreso neto del sector privado no financiero por U\$S 12.097 millones, egresos netos del sector bancario por U\$S 267 millones e ingresos netos del sector público no financiero y

BCRA por U\$S 877 millones.

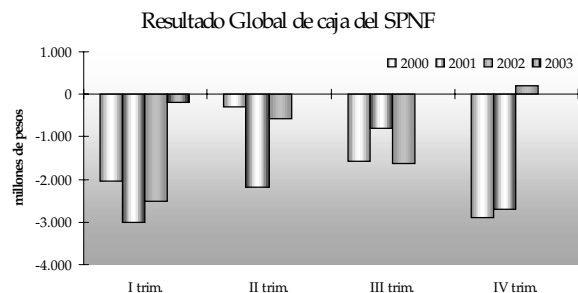
Se destaca la marcada diferencia entre la primera y segunda mitad del año en materia de flujos financieros y reservas internacionales. La cuenta financiera registró en el primer semestre egresos netos por U\$S 7.988 millones, los cuales se redujeron a menos de la mitad en el segundo (U\$S 3.499 millones), mientras que a su vez las reservas internacionales del BCRA cayeron en U\$S 5.283 millones en el primer semestre y aumentaron en U\$S 846 millones en el segundo.

En el cuarto trimestre se registraron ingresos por Inversión Extranjera Directa (IED) del sector privado no financiero por U\$S 783 millones, los más altos desde el segundo trimestre del año 2001.

### Finanzas Públicas

En el año 2002 el resultado global del Sector Público Nacional no Financiero (SPNNF) base caja registró un déficit de \$ 4.549,3 millones. Con respecto a 2001 el déficit contabiliza una importante caída de \$ 4.170 millones, debido a que el incremento en los ingresos se impuso a la leve caída en los gastos.

El superávit primario (es decir excluyendo el pago de intereses de la deuda pública), descontando los recursos por privatizaciones, se encuentra \$ 860,6 millones por encima del registrado en el año 2001, en gran medida debido al crecimiento de los ingre-





sos corrientes en el segundo semestre del año como consecuencia del incremento en los ingresos tributarios, impulsados a su vez por las ganancias en los impuestos al comercio exterior.

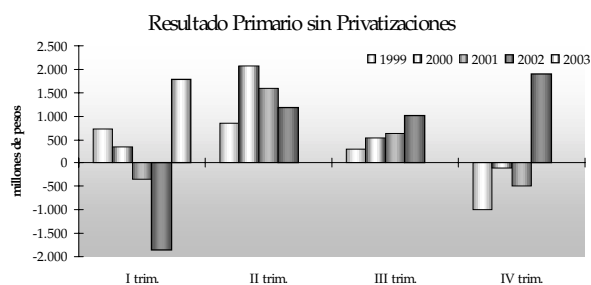
Con respecto a la dinámica del comportamiento de las cuentas públicas durante el año 2002 se ve una marcada diferencia entre el primero y el segundo semestres. El primero se caracterizó por una importante caída en los ingresos corrientes, sumado a un fuerte recorte en los pagos de la Deuda Pública, mientras que para el segundo semestre se observó un importante incremento en los ingresos tributarios, así como una significativa desaceleración de la caída en los pagos citados anteriormente. Por fuera de esta dinámica se movieron las Transferencias al Sector Privado y los ingresos generados por las Rentas de la Propiedad, con un aumento sostenido a partir del segundo trimestre del año.

Los ingresos corrientes aumentaron 9%, alcanzando un monto de \$ 55.727,2 millones que resultó \$ 4.597,1 millones superior al registrado en 2001. Esta diferencia es explicada principalmente por el comportamiento de los recursos tributarios, seguido en menor medida por las rentas de la propiedad y los ingresos no tributarios. Los primeros crecieron en \$ 2.869,8 millones (7,7%). Esta suba, que representa alrededor del 62,4% del incremento en los ingresos corrientes del año, tuvo lugar como consecuencia de la mayor recaudación en el rubro correspondiente a las retenciones a las exportaciones, si bien no se debe dejar de señalar los incrementos en los rubros correspondientes al pago del IVA, Créditos y Débitos Bancarios y en los impuestos a los Combustibles y Gas.

Con respecto a los Gastos Totales, en el año 2002 se contabilizó un incremento de \$ 335,7 millones, como consecuencia de que los aumentos en las Transferencias al Sector Privado (\$ 2.876,6 millones por los planes sociales ya citados, a los que se sumaron los subsidios con destino a concesionarios viales y de transpor-

te), al Sector Público (\$ 788,9 millones), en los gastos de Consumo y Operación (\$ 595,9 millones) y en los Intereses por Deuda Interna (\$ 908,6 millones). En conjunto, todas estas subas se impusieron a los recortes en los Intereses de la Deuda Externa (-\$ 4.273,7 millones) y en los Gastos de Capital (-\$ 461,8 millones). Si se observa la dinámica del principal contribuyente a la baja del gasto, los Intereses de la Deuda Externa, se encuentra una gran caída en el primer semestre del año debido al default sobre la misma declarado a principios del año. En cambio, en el tercer trimestre se produce un incremento como consecuencia de los Servicios operados con el FMI y el BIRF y de la atención de los intereses correspondientes a los BODEN y Par Bonos en el mes de septiembre. Dicho incremento se vio posteriormente compensado por una caída de igual magnitud en el último trimestre (-\$ 805 millones).

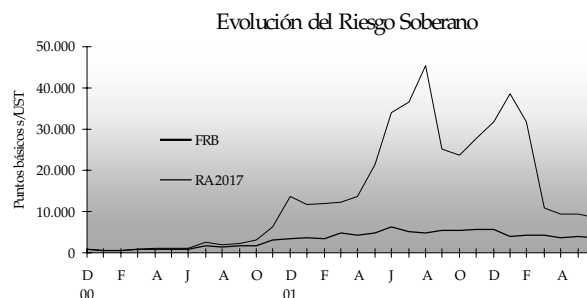
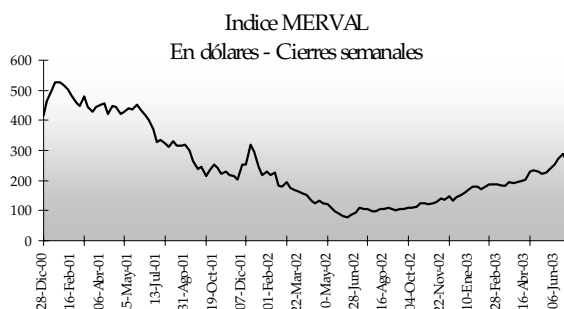
De esta manera el gasto primario (concepto que excluye el pago de intereses de la deuda pública) se incrementa en \$ 3.700,8 millones (7,4%) respecto de 2001, quebrando la tendencia de los últimos años. En este punto es de significativa importancia señalar que, dado que el nivel de precios tuvo un incremento de 80% combinando el segmento minorista y el mayorista, al calcular la evolución en términos reales se observa una caída del orden del 39%, remarcando el considerable esfuerzo del Gobierno para preservar el Gasto Público de los efectos de la inflación. El mismo tipo de análisis corresponde a los Ingresos Totales, que descontando los efectos de la inflación presentaron una merma del orden del 38%.



*Mercado de Capitales*

En la segunda mitad de 2002 comenzaron a superarse los efectos de la crisis económica y financiera de fines de 2001. Tras haberse superado los efectos más agudos de la crisis derivada del derrumbe del régimen de convertibilidad, en el segundo semestre de 2002 los precios de los activos financieros empezaron a recobrase lentamente con respecto a los valores mínimos que habían tocado hacia mediados de año.

El valor de las acciones del indicador Merval (expresado en dólares) avanzó desde unos 92 puntos promedio en Junio de 2002 hasta 156 puntos en Diciembre, un crecimiento relativo frente a la caída acumulada tras la devaluación del peso. Sin embargo, la mejora se extendió a todo el panel de empresas líderes, tanto las exportadoras como aquellas que venden mayormente en el mercado interno e incluso los bancos, pues los depósitos habían empezado a crecer desde Agosto. Posteriormente la suba continuó, llegando el Merval a rozar 200 puntos en Marzo de 2003. Por el contrario, en el cuarto trimestre de 2002 y el primero de 2003 los principales títulos públicos emitidos antes de 2001 (bonos Brady y Globales) se mantuvieron aún en niveles deprimidos, ya que el pago de esos bonos continuó difiriéndose. El riesgo soberano implícito en sus precios permaneció en niveles superiores a los 6.000 puntos básicos, aunque en las semanas inmediatamente anteriores al cierre de este Informe mostró una clara tendencia a caer ante la repentina aparición de compradores.



Las restricciones financieras de principios de año originaron un complejo programa de reprogramación de depósitos, mediante certificados bancarios (CEDRO) o a través de bonos del estado (BODEN). En Septiembre de 2002 se implementó la segunda fase del canje de bonos por depósitos reprogramados mediante BODEN 2013, con garantía adicional de los bancos involucrados, o mediante notas bancarias a 10 años de plazo en pesos, con un aval complementario del Estado hasta cubrir la diferencia con el dólar. Asimismo se emitieron bonos a largo plazo para compensar a los bancos la forma asimétrica en que se efectuó la conversión de activos y pasivos en dólares en otros denominados en pesos. El total de BODEN emitidos superó así U\$S 14.000 millones. Recientemente se anunció la próxima liberación total de los depósitos aún inmovilizados por valor de \$ 1,40 más el coeficiente CER en efectivo, cubriendo el Estado la diferencia con el precio del dólar mediante un bono a 10 años. Esta última opción resultaría así la más conveniente para los ahorristas frente a los dos canjes anteriores.

La difícil negociación con los organismos internacionales de crédito para refinanciar los vencimientos de la deuda pública logró cerrarse finalmente en Enero de 2003. No obstante, durante 2002 el país tuvo que esforzarse para realizar pagos netos por más de U\$S 4.100 millones a dichos organismos, si bien otros vencimientos fueron prorrogados. Dichos pagos contrastaron con lo que pareció haber sido la norma en la última década, cuando Argentina fue receptor neto de fondos por parte de esos organismos.



El marco externo estuvo caracterizado por señales de recesión de la economía de los países desarrollados, en particular Estados Unidos, un contexto que se agravó con la crisis política que se desencadenó por la guerra en Irak. Hacia Febrero de 2003 las bolsas norteamericanas se mantenían aún en valores mínimos, tras una efímera recuperación en Noviembre pasado. La Reserva Federal norteamericana en Noviembre de 2002 decidió profundizar la baja de la tasa de interés de corto plazo hasta 1,25% anual, valores mínimos para las últimas décadas. La bolsa neoyorquina cerró así en 2002 su tercer año consecutivo de caída, hecho que no ocurría desde la Segunda Guerra Mundial. Finalmente, la rebaja de impuestos y la suba del gasto militar, además de la guerra contra Irak, detuvieron parcialmente las inversiones e hicieron reaparecer con fuerza el problema de la magnitud del déficit fiscal.

En América Latina, el principio de resolución de la crisis argentina y la exitosa transición política en Brasil provocaron una caída de la volatilidad financiera en la región. En Europa la actividad económica se desaceleró durante 2002, pero la moneda tendió a fortalecerse frente a la mayor debilidad de Estados Unidos, en especial hacia principios de 2003, mientras Japón continuó sufriendo los efectos de su propia crisis financiera y alto nivel de deuda pública. Al cierre de este Capítulo los pronósticos del FMI indicaban la posibilidad de una recesión mundial en 2003 si, como consecuencia de una conjunción de factores (guerra en Irak, suba de los precios del petróleo y depreciación del dólar) se producen fuertes caídas del consumo y la inversión en Estados Unidos.

### *Dinero y Bancos*

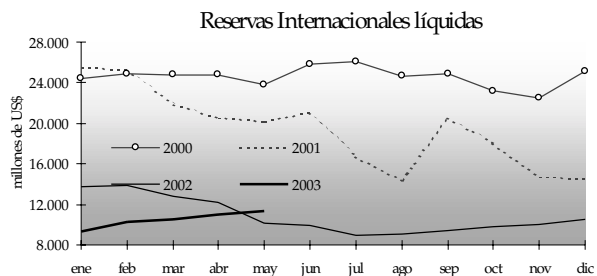
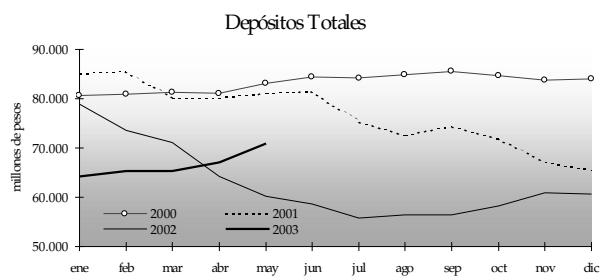
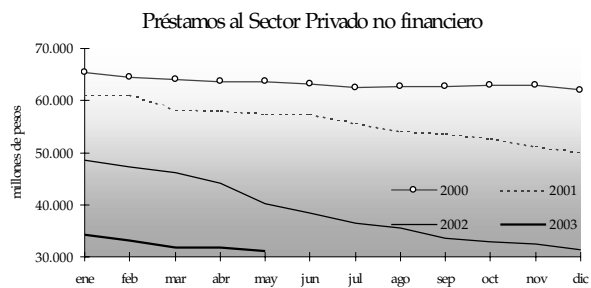
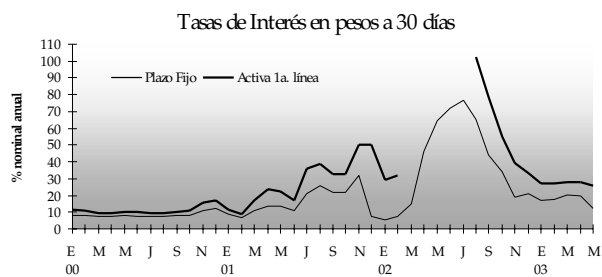
Hasta junio de 2002 el panorama monetario mostró una tendencia fuertemente negativa, pero a partir de entonces las variables monetarias se fueron estabilizando, y hacia fines de año la

situación era relativamente alentadora. Entre enero y junio se observó una abrupta caída de los depósitos del sector privado, lo cual llevó a que el Banco Central (BCRA) tuviera que aumentar la emisión monetaria para poder asistir a las entidades financieras, generando un exceso de oferta en el mercado monetario. Pero un prudente manejo de la política monetaria permitió que, durante el segundo semestre, se fueran corrigiendo las principales distorsiones producidas a principios del año 2002.

En julio se detuvo el "goteo" de depósitos y, por primera vez en el año, aumentó la demanda de pesos. Las reservas internacionales crecieron por las compras netas realizadas por el BCRA al sector privado, mientras el tipo de cambio se fue reduciendo hasta terminar el año en torno de los de \$ 3,30, tras un pico de casi \$ 4 en el mes de mayo y un promedio de \$ 3,60 para el resto del año. El aumento en el stock de depósitos mejoró la liquidez de los bancos, se redujo la asistencia del BCRA a las entidades financieras y bajaron las tasas de interés. Sin embargo, el incremento de fondos en poder de los bancos no se tradujo en otorgamiento de nuevos créditos. Los préstamos al sector privado no financiero en pesos a fines de diciembre alcanzaron a \$ 28.475 millones, y los constituidos en dólares eran de U\$S 2.875 millones. Si se realizara el ejercicio de "pesificar" estos últimos a un tipo de cambio de \$ 1 por dólar, el total de préstamos al sector privado no financiero habría caído 40% en el año. No obstante, la caída mensual se desaceleró fuertemente a partir de octubre.

A comienzos de 2003 se consolidó la evolución positiva. En enero se concretó un acuerdo con el FMI en el que se establece el otorgamiento de un crédito "stand by" para cubrir las obligaciones con el organismo internacional hasta agosto de 2003 y refinanciar aquellas obligaciones cuyos pagos estaban programados pero no eran exigibles. Las metas monetarias a las que se comprometió el gobierno argentino se "sobrecumplieron" ampliamente en el primer período acordado.

# LA ECONOMIA ARGENTINA



# LA ECONOMIA ARGENTINA

## Cuadro resumen de Indicadores Macroeconómicos Seleccionados

### I. Trimestrales y Anuales

	Fuente	Unidad	I-02	II-02	III-02	IV-02	I-03	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Cuentas Nacionales</b>												
PIB	(1)	Var.% interanual	-16,3	-13,5	-9,8	-3,4	5,4	3,9	-3,4	-0,8	-4,4	-10,9
Bienes	(1)	Var.% interanual	-19,4	-13,4	-10,2	-2,8	11,5	4,2	-5,2	-3,1	-5,2	-11,7
Servicios	(1)	Var.% interanual	-13,3	-11,6	-8,0	-3,6	1,5	4,7	-1,6	0,5	-4,0	-9,2
Consumo Privado	(1)	Var.% interanual	-18,8	-17,2	-13,8	-7,0	2,2	3,5	-2,0	-0,7	-5,7	-14,4
Consumo Público	(1)	Var.% interanual	-7,5	-4,2	-6,8	-2,1	1,2	3,4	2,6	0,6	-2,1	-5,1
IIBF	(1)	Var.% interanual	-45,4	-43,0	-36,7	-17,9	20,6	6,5	-12,6	-6,8	-15,7	-36,4
Construcción	(1)	Var.% interanual	-40,1	-38,3	-32,2	-16,6	22,6	5,8	-10,8	-5,3	-9,4	-32,2
Equipo Durable Nacional	(1)	Var.% interanual	-32,3	-21,1	-18,8	2,9	11,0	2,2	-11,3	-10,5	-22,1	-17,6
Equipo Durable Importado	(1)	Var.% interanual	-72,6	-76,6	-70,8	-50,1	26,3	12,5	-18,2	-7,5	-27,6	-69,4
Export. Bienes y Serv.Reales	(1)	Var.% interanual	5,6	-1,6	3,4	5,7	6,4	10,6	-1,3	2,7	2,7	3,1
Import. Bienes y Serv.Reales	(1)	Var.% interanual	-57,4	-56,0	-49,5	-31,5	15,9	8,4	-11,3	-0,2	-13,9	-50,1
<b>Sector Externo</b>												
Balance de Pagos	(2)											
Cuenta Corriente	(2)	US\$ millones	1.395	2.860	2.865	2.470	1.955	-14.530	-11.900	-8.807	-4.444	9.590
Mercancías	(2)	US\$ millones	3.764	4.765	4.600	4.111	4.055	-3.097	-795	2.558	7.451	17.239
Servicios Reales	(2)	US\$ millones	-601	-410	-334	-261	-441	-4.433	-4.106	-4.288	-3.908	-1.607
Servicios Financieros	(2)	US\$ millones	-1.844	-1.585	-1.487	-1.543	-1.743	-7.406	-7.397	-7.372	-8.213	-6.457
Transferencias unilaterales	(2)	US\$ millones	76	91	85	163	84	406	398	294	227	414
Variación de Reservas Internac.	(2)	US\$ millones	-2.187	-3.128	-215	1.014	66	3.438	1.201	-439	-12.083	-4.516
Exportación de bienes (FOB)	(3)	US\$ millones	5.684	6.702	6.612	6.349	6.420	26.441	23.326	26.410	26.655	25.347
Importación de bienes (CIF)	(3)	US\$ millones	2.072	2.160	2.294	2.462	2.499	31.404	25.508	25.243	20.312	8.988
Balanza comercial bienes	(3)	US\$ millones	3.612	4.542	4.318	3.887	3.921	-4.963	-2.182	1.167	6.343	16.359
Índice de precios de la exportación	(3)	Var.% en período	-3,0	-0,7	5,2	3,7	2,6	-10,4	-11,2	10,0	-3,4	-3,8
Índice de precios de la importación	(3)	Var.% en período	3,9	-3,1	-0,5	-1,7	1,5	-5,1	-5,6	0,0	-2,7	-3,0
Índice de términos de intercambio	(3)	Var.% en período	-6,5	2,6	5,8	5,6	1,2	-5,5	-5,9	10,0	-0,7	-0,8
<b>Finanzas Públicas</b>												
Resultado Global del SPNF (*)	(4)	\$ millones	-2.518	-581	-1.636	186	-198	-4.074	-4.768	-6.792	-8.719	-4.549
Recursos tributarios totales	(4)	\$ millones	9.489	12.326	14.062	14.599	15.078	50.042	47.643	49.102	45.430	50.476
Deuda Pública	(4)	US\$ millones	112.616	114.754	129.794	137.320		112.357	121.877	128.018	144.453	137.320
<b>Dinero</b>												
Depósitos bimonetarios	(5)	\$ millones	71.218	58.577	57.587	61.200	65.387	76.794	78.662	83.913	65.601	61.200
M3 bimonetario	(5)	\$ millones	83.418	71.610	70.484	77.576	82.471	90.290	92.383	96.469	74.692	77.576
Tasas de interés												
Depósitos en \$ a 30 días	(5)	%	15,05	72,17	44,46	20,72	20,26	8,1	10,3	12,3	7,4	20,7
Préstamos la línea en \$ a 30 días	(5)	%	n.d.	n.d.	78,83	33,48	27,84	10,80	13,5	16,9	s.d.	33,50
<b>Mercado de capitales</b>												
Merval (en dólares)	(6)	Var.% en período	-46,7	-41,5	16,8	44,4	22,7	-37,6	28,4	-26,7	-29,3	-47,4
Burcap (en dólares)	(6)	Var.% en período	-32,6	-25,7	2,6	10,8	15,9	-22,8	26,9	-27,7	10,3	-43,0
Discount strip	(6)	Puntos básicos (**)	4.192	4.430	9.226	5.821	3.696	1.010	767	1.066	3.906	5.821
FRB	(6)	Puntos básicos (**)	12.276	34.020	25.090	31.628	10.792	730	589	681	13.615	31.628

(\*) Incluye privatizaciones

(\*\*) Spread sobre bonos del tesoro de EE.UU., datos del último viernes de cada mes.

Fuentes: (1) Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

(2) Dirección Nacional de Cuentas Internacionales

(3) INDEC

(4) Secretaría de Hacienda

(5) Banco Central de la República Argentina

(6) Oficina Nacional de Crédito Público

Cuadro resumen de Indicadores Macroeconómicos Seleccionados

II. Mensuales

	Fuente	Unidad	Oct-02	Nov-02	Dic-02	Ene-03	Feb-03	Mar-03	Abr-03	May-03
<b>Actividad</b>										
Estimador Mensual Industrial	(3)	Var.% 1 mes (desest.)	1,4	3,3	2,6	3,3	1,1	1,6	-1,0	-1,1
		Var.% 12 meses	-4,3	0,6	10,8	17,9	17,0	25,1	15,2	13,5
<b>Inversión</b>										
Despachos de cemento	(7)	Var.% 12 meses	-11,7	-22,2	4,0	21,4	23,1	18,2	28,3	19,4
Importación de bienes de capital CIF	(3)	Var.% 1 mes	69,7	-33,8	12,9	-19,9	19,8	68,7	-6,2	-15,9
	(3)	Var.% 12 meses	-44,6	-54,5	-45,6	-39,8	19,0	123,0	176,6	-4,3
<b>Mercado de trabajo</b>										
Tasa de actividad	(3)	%	42,9	-	-	-	-	-	-	n.d.
Tasa de empleo	(3)	%	35,3	-	-	-	-	-	-	n.d.
Tasa de desocupación	(3)	%	17,8	-	-	-	-	-	-	n.d.
<b>Precios</b>										
IPC	(3)	Var.% 1 mes	0,2	0,5	0,2	1,3	0,6	0,6	0,1	-0,4
IPIIM	(3)	Var.% 1 mes	0,5	-1,7	-0,4	0,4	0,4	-0,7	-1,8	-0,7
IPIB	(3)	Var.% 1 mes	0,5	-1,0	0,5	0,1	-0,4	-0,8	-1,9	-0,7
IPP	(3)	Var.% 1 mes	0,4	-0,7	0,4	0,1	-0,3	-0,9	-1,9	-0,4
ICC	(3)	Var.% 1 mes	0,5	0,6	0,2	1,1	-0,1	0,6	-0,5	0,8
<b>Finanzas Públicas</b>										
Recaudación DGI, ANA y SSS	(4)	\$ millones	4.764	5.021	4.814	5.601	4.654	4.823	5.457	7.149
IVA Bruto	(4)	\$ millones	1.424	1.502	1.314	1.686	1.354	1.499	1.696	1.378
Ganancias	(4)	\$ millones	849	1.111	938	1.095	803	783	962	2.164
Ingresos de la Seguridad Social	(4)	\$ millones	741	687	693	1.006	713	679	660	707
Comercio Exterior	(4)	\$ millones	745	769	653	815	743	874	973	1.118
<b>Sector Externo</b>										
Exportación de bienes (FOB)	(3)	US\$ millones	2.229	2.160	1.960	2.126	2.072	2.222	2.469	2.756
Importación de bienes (CIF)	(3)	US\$ millones	874	807	782	798	777	924	1.108	1.082
Balanza comercial bienes	(3)	US\$ millones	1.355	1.353	1.179	1.328	1.295	1.298	1.361	1.674
Reservas líquidas del B.C.R.A.	(5)	US\$ millones	9.787	10.022	10.476	9.326	10.289	10.517	10.971	11.374
Tipo de cambio nominal	(5)	\$/US\$	3,53	3,57	3,36	3,24	3,2015	2,87	2,85	2,88
<b>Dinero</b>										
Depósitos bimonetarios (##)	(5)	u\$s/\$ millones	58.899	61.510	61.200	64.177	65.248	65.387	67.027	70.980
M3 bimonetario (##)	(5)	u\$s/\$ millones	71.959	75.279	77.576	80.350	81.785	82.416	84.435	89.193
Tasas de interés										
Depósitos en \$ a 30 días	(5)	%	34,13	19,01	20,72	17,03	17,55	20,26	19,4	12,37
Préstamos 1a línea en \$ a 30 días	(5)	%	55,24	39,41	33,48	27,49	27,43	27,84	28,07	25,54
<b>Mercado de capitales</b>										
Merval (en dólares)	(6)	Var.% en período	14,1	12,4	12,6	10,5	8,2	2,7	18,3	5,2
Burcap (en dólares)	(6)	Var.% en período	-0,2	9,9	0,9	12,4	0,9	2,2	7,2	2,1
Discount strip	(6)	Puntos básicos (*)	4.434	3.779	5.821	5.239	4.260	3.696	4.205	3.853
FRB	(6)	Puntos básicos (*)	23.713	27.804	31.628	38.462	31.836	10.792	9.420	9.413

(\*) Spread sobre bonos del tesoro de EE.UU., datos del último viernes de cada mes.

(##) A partir de enero de 2002 las normas reglamentarias del régimen cambiario dispuesto por la Ley N° 25.561 establecieron la relación \$ 1,40 = US\$ 1.

Por ello y de acuerdo al Decreto N° 214/02 de reordenamiento del sistema financiero, durante el año 2002 se presenta el total de depósitos como suma de los denominados en pesos y los denominados en dólares convertidos a pesos según la relación \$1,40 = US\$1. En el caso del agregado M3\*, se procedió en forma similar. A partir de enero de 2003 el BCRA vuelve a publicar en moneda común (pesos) los totales bimonetarios; para ello suma, al monto en pesos, el monto en dólares convertido al tipo de cambio de referencia.

**Fuentes:** (1) Dirección Nacional de Cuentas Nacionales  
 (2) Dirección Nacional de Cuentas Internacionales  
 (3) INDEC  
 (4) Secretaría de Hacienda  
 (5) Banco Central de la República Argentina  
 (6) Oficina Nacional de Crédito Público  
 (7) Asociación de Fabricantes de Cemento Portland  
 (7) Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

Información Económica  
al día

[Informe Económico  
Trimestral](#)

[Notas de Coyuntura](#)

[Monitoreo Sectorial](#)

[Comunicados de Prensa](#)

[Sistema Estándar de  
Divulgación FMI](#)

[UNPRE](#)

Información  
Macroeconómica del  
Mercosur

**SGT14** (Subgrupo de  
trabajo N° 14)

**GMM** (Grupo de  
Monitoreo  
Macroeconómico)

**Dirección Nacional  
de Coordinación  
de Políticas  
Macroeconómicas**

**Dirección Nacional  
de Inversión  
Pública**

**Dirección Nacional de  
Proyectos con Organismos  
Internacionales de Crédito**

**Dirección de  
Gastos Sociales  
Consolidados**

[Home](#)

[Funciones](#)


[Contactos](#)

[Autoridades](#)

[ENGLISH  
VERSION](#)

## Informe Económico Trimestral

ISSN 1515-5498

Los capítulos de este informe se presentan en formato pdf (Adobe Acrobat). Si ud. no posee la versión 4.05 de Acrobat Reader, baje la siguiente: [Acrobat Reader](#) 

> [Autoridades](#)

> [La Economía Argentina durante el Primer Trimestre de 2003](#)

[Períodos Anteriores](#)

### Índice Temático

> [Nivel de Actividad](#)

> [Inversión](#)

> [Mercado de Trabajo](#)

> [Precios](#)

> [Sector Externo](#)

> [Finanzas Públicas](#)

> [Mercado de Capitales](#)

> [Dinero y Bancos](#)

> [Apéndice Estadístico](#)

## Nivel de actividad

Este capítulo consta de dos secciones. En la primera se presenta la evolución de los agregados macroeconómicos calculados por la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales del INDEC, es decir, la estimación correspondiente al primer trimestre de 2003 y los datos revisados del cuarto de 2002. En la segunda sección se comentan los principales indicadores del nivel de actividad, del sector agropecuario y de producción y ventas al mercado interno, así como el desempeño más reciente del Es-

timador Mensual Industrial y del Indicador Sintético de Servicios Públicos.

Los datos sobre niveles de los distintos agregados de las cuentas nacionales, en valores constantes y corrientes, pueden consultarse en el Apéndice Estadístico de este Informe Económico. Los valores trimestrales allí expuestos, así como los que se pudieran presentar en el texto de este Capítulo, se expresan anualizados.

**CUADRO 1.1**  
**Estimación del Producto Interno Bruto (\*)**  
*A precios de 1993*  
*Variaciones porcentuales interanuales*

Concepto	2001	I Tr 02	II Tr 02	III Tr 02	IV Tr 02	2002	I Tr 03
<b>PIB A PRECIOS DE MERCADO</b>	-4,4	-16,3	-13,5	-9,8	-3,4	-10,9	5,4
<b>SECTORES PRODUCTORES DE BIENES (1)</b>	-5,2	-19,4	-13,4	-10,2	-2,8	-11,7	11,5
AGRICULTURA, GANADERIA, CAZA Y SILVICULTURA.	0,3	-4,9	4,5	-4,8	-6,3	-1,7	-1,9
PESCA	26,5	15,6	-3,7	-31,2	-41,2	-19,3	4,3
EXPLOTACION DE MINAS Y CANTERAS	4,7	-0,5	-3,2	-6,1	-4,9	-3,7	0,8
INDUSTRIA MANUFACTURERA	-7,4	-22,1	-16,6	-6,6	2,4	-11,0	18,4
SUMINISTRO DE ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	1,1	-5,5	-5,1	-2,8	1,4	-3,0	5,2
CONSTRUCCION	-11,6	-41,0	-41,0	-32,5	-16,4	-33,4	17,2
<b>SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS (1)</b>	-4,0	-13,3	-11,6	-8,0	-3,6	-9,2	1,5
COMERCIO MAYORISTA Y MINORISTA Y REPARACIONES	-7,9	-25,5	-22,6	-18,0	-5,8	-18,5	5,9
HOTELES Y RESTAURANTES	-7,3	-15,9	-12,9	-4,8	2,1	-8,3	11,7
TRANSPORTE , ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONES	-4,6	-12,4	-8,9	-7,9	-2,5	-7,9	2,3
INTERMEDIACION FINANCIERA	-8,9	-24,2	-22,4	-15,7	-15,0	-19,7	-13,7
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS, EMPRESARIALES Y DE ALQUILER	-2,5	-8,6	-7,9	-4,2	-1,5	-5,6	2,7
ADMINISTRACION PUBLICA, DEFENSA Y ORGANIZACIONES EXTRATERRITORIALES	-1,6	-2,1	-2,1	0,3	0,3	-0,9	0,2
ENSEÑANZA, SERVICIOS SOCIALES Y DE SALUD	1,4	-0,7	-0,6	-0,2	0,1	-0,3	1,3
OTRAS ACTIVIDADES DE SERVICIOS COMUNITARIAS, SOCIALES, PERSONALES Y SERVICIO DOMESTICO	-1,0	-10,5	-11,4	-10,0	-7,5	-9,8	1,2
<b>IMPUESTO AL VALOR AGREGADO</b>	-7,9	-30,1	-32,0	-27,3	-9,8	-25,5	3,9
<b>IMPUESTOS A LAS IMPORTACIONES</b>	-17,2	-63,6	-61,0	-56,1	-33,9	-55,3	25,3
<b>SIFMI (2)</b>	-17,4	-34,3	-30,6	-36,0	-30,0	-32,8	-27,5

(1) A precios de productor.

(2) Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente. Se deduce el costo de los servicios de intermediación consumido por las actividades productivas no financieras.

(\*) Estimaciones preliminares.

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

## NIVEL DE ACTIVIDAD

La información que proveen los cuadros que integran este Capítulo, se expresa en general bajo la forma de variaciones interanuales, es decir que se comparan los distintos períodos con igual lapso del año anterior.

período del año anterior (Cuadro 1.1). En particular, los sectores productores de bienes crecieron 11,5%, debido principalmente al aumento en el nivel de actividad de la industria manufacturera (18,4%) y de la construcción (17,2%). Los sectores productores de servicios, por su parte, registraron un aumento interanual del 1,5%.

### I. Las Cuentas Nacionales

La variación estimada del PIB desestacionalizado del primer trimestre de 2003, con respecto al cuarto de 2002, arrojó una suba de 2,4%.

#### I.1 Estimaciones provisionarias del PIB para el primer trimestre de 2003

La estimación provisionaria del PIB en el primer trimestre de 2003 muestra una variación positiva de 5,4% con relación al mismo

La evolución del nivel general de precios de la actividad económica, medido por el Índice de Precios Implícitos en el Valor Agregado (deflactor del PIB) en el primer trimestre de 2003, experimentó un aumento del 30,8% con relación a igual trimestre del año anterior. Los de los Sectores Productores de Bie-

**CUADRO 1.2**  
**Estimación del Producto Interno Bruto (\*)**  
*A precios corrientes*  
*Variaciones porcentuales interanuales*

Concepto	2001	I Tr 02	II Tr 02	III Tr 02	IV Tr 02	2002	I Tr 03
<b>PIB A PRECIOS DE MERCADO</b>	<b>-5,5</b>	<b>-10,0</b>	<b>17,7</b>	<b>23,1</b>	<b>35,0</b>	<b>16,3</b>	<b>37,9</b>
<b>SECTORES PRODUCTORES DE BIENES (1)</b>	<b>-8,1</b>	<b>-5,8</b>	<b>65,3</b>	<b>76,7</b>	<b>102,7</b>	<b>59,1</b>	<b>82,3</b>
AGRICULTURA, GANADERIA, CAZA Y SILVICULTURA.	-9,1	42,9	218,2	151,2	200,4	163,6	60,3
PESCA	23,6	43,0	110,7	99,7	124,9	100,1	83,2
EXPLOTACION DE MINAS Y CANTERAS	-6,2	29,6	162,8	251,6	312,5	180,5	127,6
INDUSTRIA MANUFACTURERA	-7,8	-11,0	33,6	72,1	97,5	47,1	99,8
SUMINISTRO DE ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	-3,8	-20,9	-22,4	-11,0	-6,8	-15,5	4,8
CONSTRUCCION	-12,9	-40,6	-41,0	-30,3	-12,8	-32,0	24,1
<b>SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS (1)</b>	<b>-3,1</b>	<b>-10,6</b>	<b>-4,1</b>	<b>-0,4</b>	<b>6,9</b>	<b>-2,1</b>	<b>13,8</b>
COMERCIO MAYORISTA Y MINORISTA Y REPARACIONES	-9,1	-17,2	-0,8	6,6	24,5	2,6	27,5
HOTELES Y RESTAURANTES	-6,2	-22,9	-16,5	-3,8	13,6	-8,6	41,6
TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONES	-5,2	-6,5	1,3	1,9	7,8	1,1	22,5
INTERMEDIACION FINANCIERA	19,5	5,3	15,9	16,3	39,4	19,6	21,3
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS, EMPRESARIALES Y DE ALQUILER	-4,1	-10,5	-9,1	-5,6	-0,9	-6,6	4,1
ADMINISTRACION PUBLICA, DEFENSA Y ORGANIZACIONES EXTRATERRITORIALES	-3,9	-9,7	-2,7	2,4	4,6	-1,5	12,0
ENSEÑANZA, SERVICIOS SOCIALES Y DE SALUD	-0,1	-3,0	-6,9	-5,5	-6,3	-5,6	-0,2
OTRAS ACTIVIDADES DE SERVICIOS COMUNITARIAS, SOCIALES, PERSONALES Y SERVICIO DOMESTICO	-1,5	-18,3	-17,5	-16,2	-16,3	-17,0	0,0
<b>IMPUESTO AL VALOR AGREGADO</b>	<b>-14,6</b>	<b>-21,5</b>	<b>-2,6</b>	<b>8,2</b>	<b>26,9</b>	<b>1,4</b>	<b>40,4</b>
<b>IMPUESTOS A LAS IMPORTACIONES</b>	<b>-20,3</b>	<b>-54,3</b>	<b>-32,2</b>	<b>1,8</b>	<b>40,1</b>	<b>-17,0</b>	<b>97,1</b>
<b>SIFMI (2)</b>	<b>-5,6</b>	<b>-25,9</b>	<b>-9,5</b>	<b>-13,2</b>	<b>27,9</b>	<b>-6,1</b>	<b>-61,5</b>

(1) A precios de productor.

(2) Servicios de intermediación financiera medidos indirectamente. Se deduce el costo de los servicios de intermediación consumido por las actividades productivas no financieras.

(\*) Estimaciones preliminares.

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC



**CUADRO 1.3**

**Oferta y demanda globales (\*)**

*A precios de 1993*

*Variaciones porcentuales interanuales*

Concepto	2001	I Tr 02	II Tr 02	III Tr 02	IV Tr 02	2002	I Tr 03
Producto Interno Bruto a precios de mercado	-4,4	-16,3	-13,5	-9,8	-3,4	-10,9	5,4
Importaciones de Bienes y Servicios	-13,9	-57,4	-56,0	-49,5	-31,5	-50,1	15,9
Oferta y Demanda Globales	-5,5	-21,2	-17,8	-13,8	-5,8	-14,9	6,1
Consumo Privado	-5,7	-18,8	-17,2	-13,8	-7,0	-14,4	2,2
Consumo Público	-2,1	-7,5	-4,2	-6,8	-2,1	-5,1	1,2
Inversión Interna Bruta Fija	-15,7	-45,4	-43,0	-36,7	-17,9	-36,4	20,6
Exportaciones de Bienes y Servicios	2,7	5,6	-1,6	3,4	5,7	3,1	6,4

(\*) *Estimaciones preliminares*

*Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC*

nes registraron una variación de 63,5% y los correspondientes a Servicios una del 12,1%, en ambos casos en relación a igual período del año anterior.

**1.2 Estimaciones provisionarias de la Oferta y la Demanda Globales del primer trimestre de 2003**

La evolución macroeconómica del primer trimestre de 2003 determinó, de acuerdo a estimaciones provisionarias, una variación positiva en la oferta global, medida a precios del año 1993, de 6,1% con respecto al mismo período del año anterior (Cuadro 1.2). Este aumento estuvo generado por una variación positiva del PIB de 5,4% y otra de 15,9% en las importaciones de bienes y servicios reales.

Del lado de la demanda global se observó una variación positiva de 20,6% en la inversión interna bruta fija y un aumento de 6,4% en las exportaciones de bienes y servicios reales. El aumento del consumo privado fue de 2,2%, mientras que el consumo público tuvo una variación positiva de 1,2%.

**1.3 Estimaciones del cuarto trimestre de 2002**

**1.3.1 Producto interno bruto**

El valor agregado de la agricultura, ganadería, caza y silvicultura disminuyó 6,3% en el cuarto trimestre de 2002 con relación al

mismo período del año anterior, según la estimación preliminar a precios de 1993. Este resultado es consecuencia de bajas de 8,3% en los cultivos agrícolas y de 7,7% en la cría de animales, mientras que los servicios agrícolas y pecuarios y la silvicultura y extracción de madera tuvieron alzas de 8,9% y 14,3%, respectivamente.

Según dicha estimación preliminar, el sector agropecuario muestra una baja de 1,7% en 2002, comportamiento que combina alzas del 0,7% y del 9,2 en los cultivos agrícolas y en los servicios agrícolas y pecuarios, respectivamente, con bajas del 8,1% y del 0,4% en la cría de animales y la silvicultura y extracción de madera.

En el sector agrícola, la rama cultivo de cereales, oleaginosas y forrajeras disminuyó 14% en el cuarto trimestre. El mayor impacto negativo se observó en los cereales no forrajeros (dentro de los cuales el trigo tiene una alta incidencia), que se redujeron 32,1%. En cambio, las oleaginosas mostraron un alza de 12,3% y los cereales forrajeros 0,2%.

Excepto en el sector de cultivo de hortalizas, legumbres y flores, para el cual se estimó un alza de 4,2%, se calcularon bajas en las demás ramas agrícolas. Las ramas cultivo de frutas, cultivos industriales y la producción de semillas se contrajeron 2%, 0,3% y 12,1%, respectivamente.

En el sector cría de animales, el valor agregado de la rama cría de ganado bovino disminuyó 4,3% en el cuarto trimestre. También sufrieron bajas la cría de ganado caprino y la producción



## NIVEL DE ACTIVIDAD

### CUADRO 1.4

#### Oferta y demanda globales (\*)

##### A precios corrientes

##### Variaciones porcentuales interanuales

Concepto	2001	I Tr 02	II Tr 02	III Tr 02	IV Tr 02	2002	I Tr 03
Producto Interno Bruto a precios de mercado	-5,5	-10,0	17,7	23,1	35,0	16,3	37,9
Importaciones de Bienes y Servicios	-16,4	-24,7	35,1	74,3	140,0	45,8	83,9
<b>Oferta y Demanda Globales</b>	<b>-6,6</b>	<b>-11,6</b>	<b>19,3</b>	<b>27,6</b>	<b>42,8</b>	<b>19,1</b>	<b>42,3</b>
Consumo Privado	-6,0	-13,4	4,1	9,6	19,0	4,5	24,2
Consumo Público	-2,9	-7,9	-2,7	3,4	8,6	0,5	20,4
Inversión Interna Bruta Fija	-17,2	-35,3	-11,6	6,4	38,9	-1,9	78,0
Exportaciones de Bienes y Servicios	-0,8	66,3	176,3	221,5	251,1	179,4	86,1

(\*) Estimaciones preliminares

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

de leche, en proporciones del 8,9% y del 14,8%, respectivamente. En cambio, la cría de ganado ovino, porcino y equino así como la producción de lana mostraron aumentos de 10,4%, 10,8%, 5,3% y 20,9%. La producción de granja sufrió una caída del 20,7%, debido a la menor cría de aves de corral y producción de huevos (-24,7% y -16%, respectivamente). La apicultura, en cambio, observó un aumento del 28,8%.

La estimación preliminar del valor agregado a precios corrientes del sector agropecuario en el cuarto trimestre de 2002 muestra un aumento del 200,4% con relación a igual período del año pasado. De este modo, en el año 2002 el aumento alcanzó a 163,6%. Tales resultados se relacionan con la profunda modi-

ficación del tipo de cambio ocurrida a partir de la salida de la convertibilidad.

Según la estimación preliminar, en el cuarto trimestre los cultivos agrícolas experimentaron un alza del valor agregado a precios corrientes del 166,5%, la cría de animales aumentó 245,6%, los servicios agrícolas y pecuarios lo hicieron en 194,9% y la silvicultura, extracción de madera y servicios conexos en 140,9%.

A valores constantes, el sector pesca observó una disminución del 41,2% en el último trimestre de 2002 debido al menor volumen de capturas de moluscos y crustáceos, los cuales se

### CUADRO 1.5

#### A. Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura

#### B. Pesca y Servicios Conexos

##### Valor agregado a precios de 1993 (1)

##### Variaciones porcentuales

Sector	III trim. 01/ III trim. 00	III trim. 02/ III trim. 01	IV trim. 01/ IV trim. 00	IV trim. 02/ IV trim. 01	Año 2001	Año 2002
<b>A. Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura</b>	0,4	-4,8	-5,6	-6,3	0,3	-1,7
Cultivos Agrícolas	2,5	-4,6	-6,0	-8,3	3,0	0,7
Cría de Animales	-0,9	-5,8	-6,0	-7,7	-4,7	-8,1
Servicios agrícolas y pecuarios	2,6	5,0	0,8	8,9	2,9	9,2
Caza	-0,5	-12,4	22,1	-85,3	-0,1	-16,3
Silvicultura, extracción de madera y servicios conexos	-1,8	1,4	-9,6	14,3	-1,6	-0,4
<b>B. Pesca y servicios conexos</b>	93,4	-31,2	94,2	-41,2	26,5	-19,3

(1) Estimaciones preliminares.

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

**CUADRO 1.6**

**A. Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura**

**B. Pesca y Servicios Conexos**

*Valor agregado a precios corrientes (1)*

*Variaciones porcentuales*

Sector	III trim. 01/ III trim. 00	III trim. 02/ III trim. 01	IV trim. 01/ IV trim. 00	IV trim. 02/ IV trim. 01	Año 2001	Año 2002
<b>A. Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura</b>	-8,6	151,2	-16,8	200,4	-9,1	163,6
Cultivos Agrícolas	-1,4	213,0	-9,8	166,5	-7,4	206,7
Cría de Animales	-12,4	130,3	-28,7	245,6	-12,9	102,6
Servicios agrícolas y pecuarios	12,9	123,2	6,9	194,9	-0,8	188,2
Caza	-16,7	67,3	-3,3	466,8	-17,8	124,6
Silvicultura, extracción de madera y servicios conexos	-3,4	62,0	-14,0	140,9	-3,2	51,5
<b>B. Pesca y servicios conexos</b>	64,0	99,7	44,1	124,9	23,6	100,1

(1) Estimaciones preliminares.

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales.

contrajeron 37,9% y 77,4%, respectivamente, con respecto al mismo lapso del año anterior. En cambio, las capturas de peces tuvieron una alza del 15,6% y a precios corrientes el total del sector denotó un alza del 124,9%.

El sector explotación de canteras y minas registró una baja del 4,9% en el cuarto trimestre y acumuló una caída de 3,7% al cabo del año.

La industria manufacturera registró un alza en el nivel de actividad del 2,4% respecto a igual período del año anterior de acuerdo a los datos de cámaras empresariales, de diversos organismos oficiales y de la Encuesta Industrial del INDEC.

El sector alimenticio registró una baja de 0,9% en forma agregada con comportamientos diversos en el nivel de actividad de las ramas que componen el sector: crecieron matanza de ganado (2,1%), producto fundamentalmente de una recuperación de sus exportaciones (212,4%), elaboración y conservación de frutas, legumbres y hortalizas (54,1%), elaboración de aceites y subproductos (7,4%) a pesar de la disminución de las exportaciones del 8,7%, molienda de trigo también registró un comportamiento positivo (9,5%) basado en un crecimiento de la demanda interna y elaboración de vino (5,2%). Entre las actividades del sector que registraron comportamientos negativos se destaca: producción y procesamiento de carne de ave (-23,9%),

elaboración de productos lácteos (-14,1%) y elaboración de gaseosas (-2,6%).

La fabricación de productos del tabaco registró un incremento en su nivel de actividad del 16,4%.

El sector textil experimentó bajas en la fabricación de productos textiles (-3%), no así en la confección de prendas (4,3%), mientras que el curtido y la fabricación de productos de cuero registró incrementos en su nivel de actividad (37,1%) e incremento en sus exportaciones (28,8%).

La fabricación de papel registró una baja del 7,6% mientras que las actividades de edición e impresión registraron una suba del 4,7%.

La refinación de petróleo y combustible nuclear registró un descenso de 10,4% con crecimiento de las exportaciones (35,5%). La producción de sustancias químicas también registró una baja, en este caso del 6,4%.

Los sectores vinculados a la construcción registraron comportamientos diversos: la producción de madera y productos de madera aumentó 29,9%, la fabricación de muebles disminuyó 7,4% y la fabricación de materiales para la construcción y otros productos minerales no metálicos creció 18,1%.

**CUADRO 1.7**

**Industria Manufacturera - Valor agregado a precios de 1993**

*Variación porcentual interanual*

Sector	2001/ 2000	I trim 02/ I trim. 01	II trim 02/ II trim. 01	III trim 02/ III trim. 01	IV trim 02/ IV trim. 01	2002/ 2001
<b>D - INDUSTRIA MANUFACTURERA</b>	-7,4	-22,1	-16,6	-6,6	2,4	-11,0
<b>Industria Manufacturera</b>	-7,9	-23,9	-17,4	-6,0	2,2	-11,5
<b>Impuestos Específicos</b>	-2,4	-5,1	-8,5	-12,6	4,3	-5,4
Elaboración de productos alimenticios y bebidas	-2,4	-9,9	-9,3	-0,8	-0,9	-5,2
Elaboración de productos de tabaco	-5,9	-4,6	5,7	1,5	16,4	4,7
Fabricación de productos textiles	-18,3	-55,5	-54,3	-20,6	-3,0	-36,2
Fabricación de prendas de vestir; terminación y teñido de pieles	-10,2	-47,0	-54,7	-29,9	4,3	-33,8
Curtido y terminación de cueros; fabricación de maletas, bolsos de mano, artículos de talabartería y guarnicionería, y calzado	-17,8	-25,8	-0,6	23,9	37,1	7,6
Producción de madera y fabricación de productos de madera y corcho, excepto muebles; fabricación de productos de paja y de materiales trenzables	-3,8	-23,7	3,9	22,3	29,9	7,2
Fabricación de papel y de productos de papel	-1,0	-19,1	-3,7	-2,4	-7,6	-8,0
Actividades de edición e impresión y de reproducción de grabaciones	-13,6	-31,7	-22,2	-5,9	4,7	-13,3
Fabricación de coque, productos de la refinación del petróleo y combustible nuclear	-0,6	-7,8	-11,9	-19,2	-10,4	-12,4
Fabricación de sustancias y productos químicos	5,1	-14,0	-11,6	-6,9	-6,4	-9,6
Fabricación de productos de caucho y plástico	-10,7	-16,2	-9,1	-2,2	5,0	-6,1
Fabricación de otros productos minerales no metálicos	-14,8	-42,7	-21,0	-9,5	18,1	-15,7
Fabricación de metales comunes	-8,6	-24,6	-5,2	6,8	19,6	-1,7
Fabricación de productos elaborados de metal, excepto maquinaria y equipo	-9,6	-54,0	-36,5	-21,2	3,4	-28,8
Fabricación de maquinaria y equipo n.c.p.	-11,6	-14,0	-8,8	8,4	23,1	1,8
Fabricación de maquinaria de oficina, contabilidad e informática	3,9	-84,1	-58,7	-67,2	-34,0	-62,2
Fabricación de maquinaria y aparatos eléctricos n.c.p.	-15,6	-73,4	-64,2	-44,3	-16,2	-51,3
Fabricación de equipo y aparatos de radio, televisión y comunicaciones	-24,2	-73,4	-41,9	-82,0	-66,2	-63,9
Fabricación de instrumentos médicos, ópticos y de precisión y fabricación de relojes	-14,4	-59,5	-45,6	-29,3	-6,4	-35,6
Fabricación de vehículos automotores, remolques y semirremolques	-28,5	-33,3	-20,6	0,6	32,8	-8,9
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	-8,3	-46,0	-41,2	4,5	43,8	-16,2
Fabricación de muebles; industrias manufactureras n.c.p.	-23,4	-51,1	-54,3	-32,1	-7,4	-38,6

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

En las ramas metalmeccánicas también se observaron comportamientos disímiles: las industrias de metales básicos registraron un incremento de 19,6%, con un crecimiento de las exportaciones del 17,6% en hierro y acero y del 3,8% en aluminio. Los productos de metal crecieron 3,4%, la producción de maquinaria y equipo aumentó 23,1%, la fabricación de maquinaria y aparatos eléctricos descendió 16,2% y la fabricación de vehículos automotores registró un incremento en su nivel de actividad (32,8%) debido fundamentalmente al crecimiento del sector autopartista (81%).

El suministro de electricidad, gas y agua tuvo un aumento del 1,4%. El incremento del 2,5% en la demanda neta interna del

mercado eléctrico mayorista (total país) fue afrontado con mayor generación hidráulica, que registró un incremento del 45%, mientras que la generación térmica y nuclear presentaron bajas del 20% y del 35%, respectivamente. El gas natural entregado a la red observó una baja del 8,8%. Los metros cúbicos de agua librada al servicio presentaron un aumento del 2,3%.

El sector construcciones tuvo una baja de 16,4%. Esta disminución se explica en el menor nivel de la demanda de puestos de trabajo equivalentes del empleo formal e informal, que disminuyó un 17,7%. Por su parte la demanda aparente de insumos tuvo una baja del 15,3% interanual. Ambas variables se utilizan para las estimaciones trimestrales de coyuntura.

El sector comercio mayorista, minorista y reparaciones disminuyó 5,8% debido a bajas en el comercio mayorista (-5,1%) y el minorista (-6,3%). El sector restaurantes y hoteles, en cambio, presentó un incremento de 2,1%.

El sector transporte, almacenamiento y comunicaciones mostró un descenso de 2,5%. Por un lado aumentó el sector de transporte y almacenamiento (1,8%), pero por el otro disminuyó el de comunicaciones (-7,3%).

El sector intermediación financiera tuvo una disminución de 15% basada en la actividad de las entidades financieras que descendió un 19,7% así como la de los servicios de seguros y de administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones que también mostraron una baja del 5,1%. Los servicios auxiliares, sin embargo, presentaron un aumento de 61,7%.

El sector actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler experimentó una variación negativa de 1,5%, al igual que otras actividades de servicios comunitarias, sociales, personales y el servicio doméstico que retrocedieron 7,5%. Por otra parte crecieron levemente los sectores administración pública, defensa y organizaciones extraterritoriales (0,3%) y enseñanza, servicios sociales y salud (0,1%).

### I.3.2 Oferta y Demanda globales

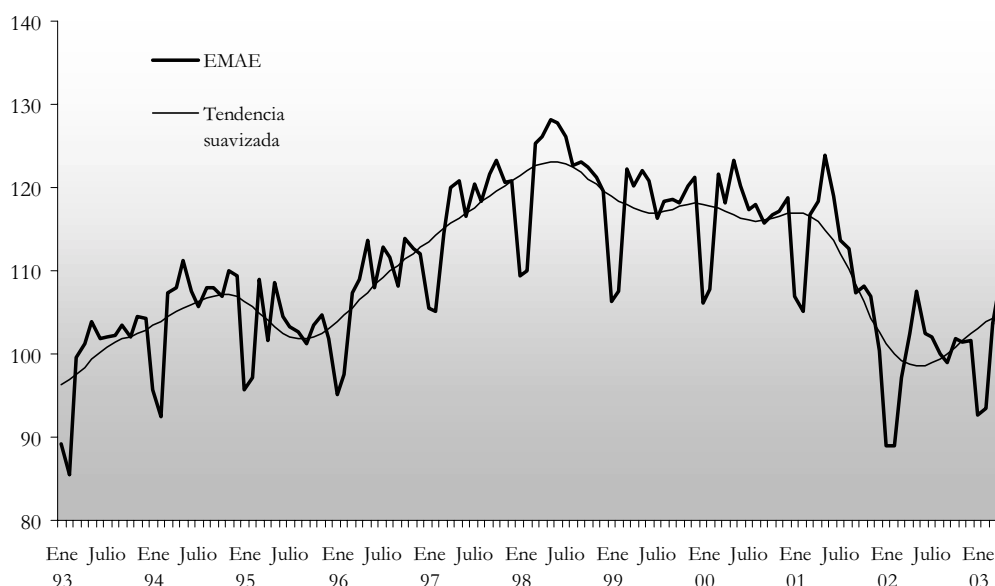
La evolución macroeconómica del cuarto trimestre de 2002, con respecto a igual período del año anterior, evidenció una variación negativa de la oferta global medida a precios de 1993 de 5,8%, explicada por las disminuciones de 3,4% en el PIB y del 31,5% en las importaciones de bienes y servicios reales. En cuanto a los componentes de la demanda global se observaron variaciones negativas en el consumo privado (-7%), en la inversión interna bruta fija (-17,9%) y en el consumo público (-2,1%). Las exportaciones de bienes y servicios reales, en tanto, experimentaron un aumento del 5,7%.

## II. Indicadores de la Actividad Económica

### II.1 Estimador Mensual de Actividad Económica

La evolución más reciente de las cuentas nacionales puede vi-

**GRAFICO 1.1**  
**Estimador Mensual de Actividad Económica**  
*Indice Base 1993 = 100*



sualizarse a través del Estimador mensual de actividad económica<sup>1</sup> calculado por el INDEC. Este mostró en abril una variación interanual positiva, por quinto mes consecutivo, que ascendió a 6,9%, y acumuló en el año un crecimiento de 5,8%. El índice, con base en el año 1993, se ubicó en un valor de 109,6, y si bien no recupera aún el nivel promedio del año 2001, resulta superior al último trimestre de vigencia del régimen de convertibilidad.

En términos de la serie desestacionalizada, el incremento con respecto al mes de marzo también arrojó una cifra positiva (0,3%), que mantiene la tendencia creciente que se viene manifestando desde el mes de septiembre de 2002. Igual variación experimentó la serie de la tendencia suavizada, la cual también continúa el crecimiento iniciado en el segundo semestre del año anterior.

### *II.2 Indicadores de la actividad agropecuaria y la pesca*

#### **II.2.1. Situación general**

En el primer trimestre de 2003 el sector agropecuario disminuyó su nivel de actividad 1,9% con respecto a igual período del año anterior, según la estimación preliminar de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales del INDEC. Por su parte, la actividad pesquera mostró un crecimiento del 4,3% entre iguales períodos.

Las estimaciones preliminares indican comportamientos negativos en los principales agregados: Cultivos Agrícolas tuvo una baja del 1%, Cría de Animales sufrió una disminución del 5,9% y Servicios Agrícolas y Pecuarios mostró una caída del 3,1%. La

Silvicultura y Extracción de Madera, en cambio, tuvo un alza del 18,6% en el período. La disminución del nivel de actividad del sector agrícola debe atribuirse a la baja observada en la rama Cereales, Oleaginosas y Forrajeras que cayó 6,5%, especialmente influida por la reducción de 19,6% en la producción de trigo. En sentido opuesto, las Frutas tuvieron un alza del 12,6%, debido a mejores cosechas de frutas de pepita y carozo, y los Cultivos Industriales un aumento del 1,6%, gracias a una mayor cosecha de vid para vinificar.

La rama Cría de Animales, observó una caída de 5,9%. Esta nueva caída en el nivel de actividad del sector pecuario es atribuible, en primer lugar, a la reducción de 16,6% observada en la rama Producción de Leche. Le ha seguido en importancia la baja de 2,9% en la Cría de Ganado Bovino y del 1,2% en la Cría de Aves de Corral. En cambio, tuvieron comportamientos positivos las ramas ganaderas de ovinos, caprinos, equinos y la producción de lana.

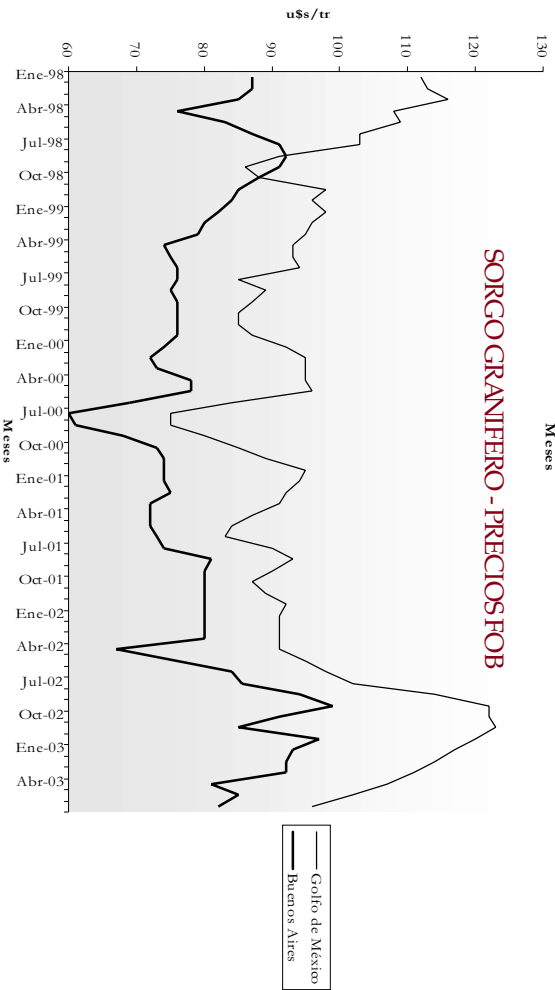
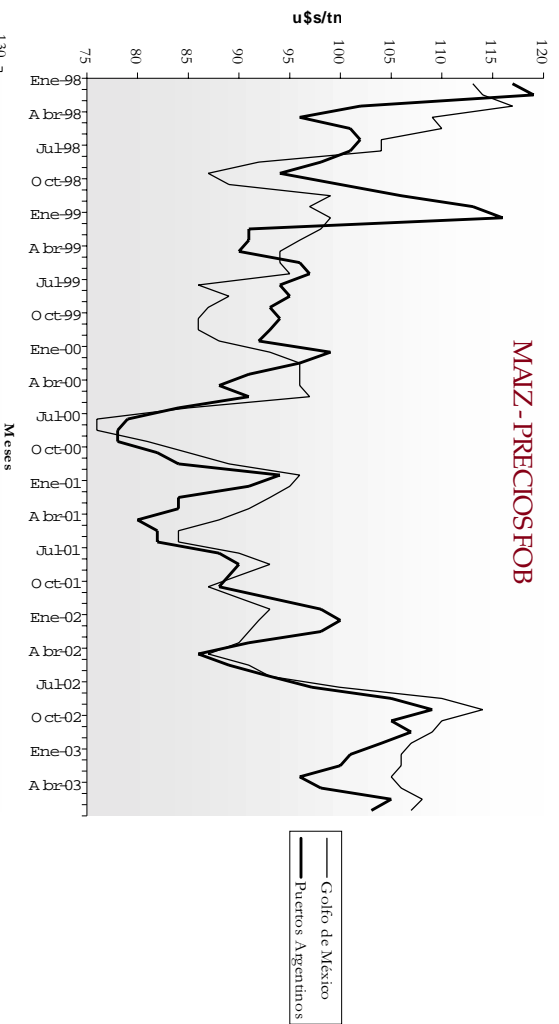
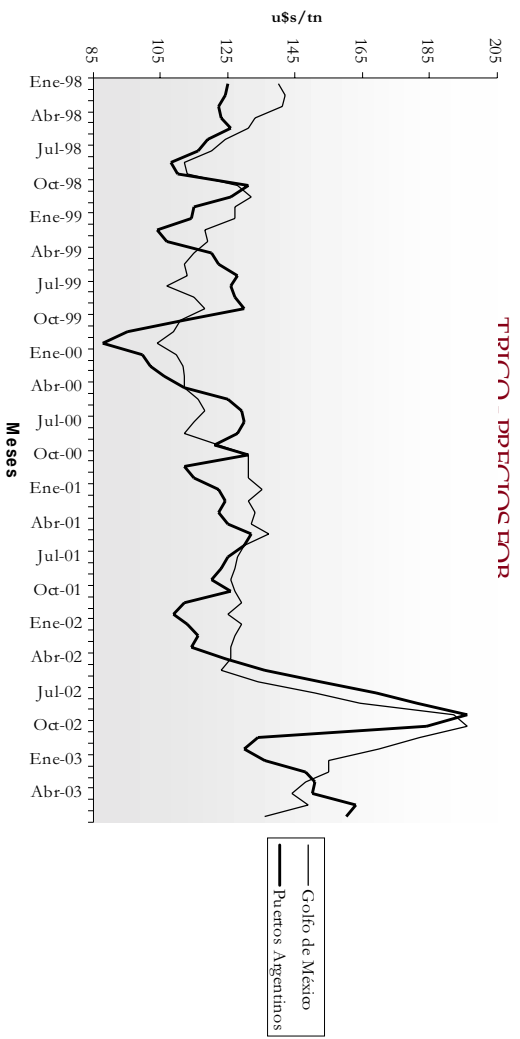
Durante el primer trimestre continuaron los efectos del ajuste de los precios relativos de la economía. Por una parte, decreció la tasa de variación mensual de los índices de precios, hasta tomarse negativa en algunos casos y, por otra, el peso continuó apreciándose, fenómenos que, en ambos casos, ya venían observándose desde fines del 2002. Los precios del sector agropecuario, acompañaron estas tendencias en algunos casos y no en otros, debido a la influencia de factores externos, como es el caso del comportamiento de los precios internacionales de ciertos productos primarios. El sector, sin embargo, siguió mostrando mejoras en sus precios implícitos, más atenuadas que en el último cuarto de 2002.

Así, los precios implícitos en el valor agregado del sector agropecuario crecieron 63,4% en el primer trimestre y más que duplicaron el aumento del 30,8% observado en los precios implícitos en el PIB a precios de mercado durante el período.

El comportamiento de los precios implícitos del sector agrícola y

<sup>1</sup> El Estimador Mensual de la Actividad Económica es un índice de cantidad Laspeyres que informa sobre el curso de la actividad económica mensual. Utiliza las ponderaciones de las cuentas nacionales base 1993 y se trata de replicar el uso de las fuentes de información y los métodos de cálculo del PIB trimestral y/o anual.

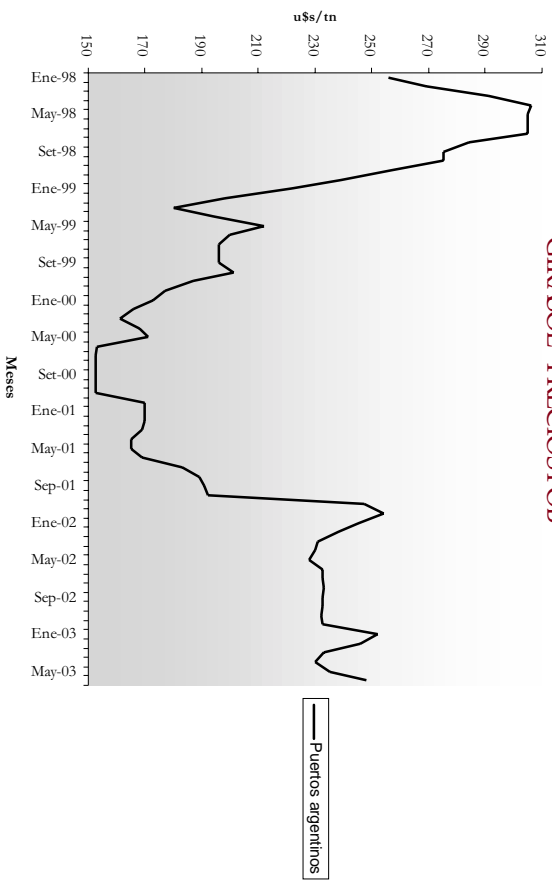
**GRAFICO 1.2**  
Evolución de los precios del Sector Agropecuario



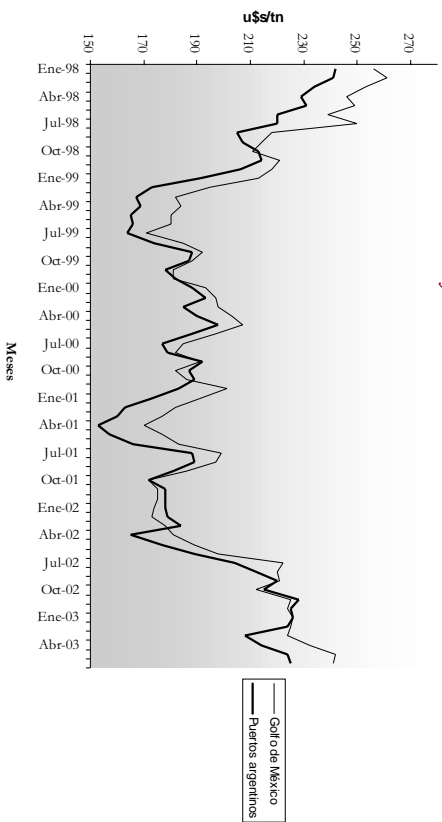
## NIVEL DE ACTIVIDAD

GRAFICO 1.2 (Cont.)  
Evolución de los precios del Sector Agropecuario

### GIRASOL - PRECIOS FOB

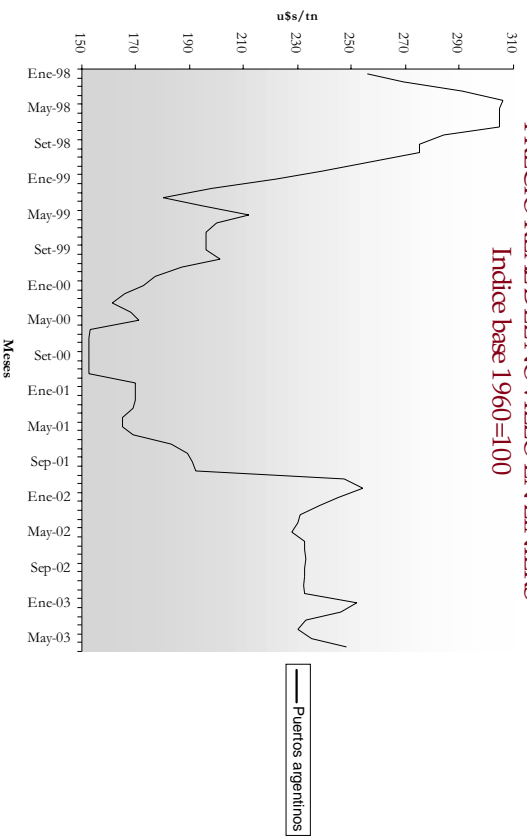


### SOJA - PRECIOS FOB



### PRECIO REAL DEL NOVILLO EN LINIERS

Índice base 1960=100





del pecuario ha sido diferente en el primer trimestre de 2003. Mientras los primeros crecieron 55,7% en ese período, los segundos lo hicieron en 93,1%, recuperando algunas posiciones respecto del sector agrícola. El sector forestal, en tanto, tuvo un alza del 127,5% en sus precios implícitos; cabe recordar que este sector había tenido un crecimiento de sus precios más lento durante el año pasado.

La ocupación en el sector agropecuario, medida por los puestos de trabajo registrados, ha tenido un comportamiento positivo en el primer cuarto del año. La información que elabora la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales del INDEC, basada en los datos que proporciona el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, indica que el sector tuvo un alza de 4,1% en la cantidad de puestos de trabajo registrados en el primer trimestre de 2003 con relación al mismo período del año anterior cuando la economía se hallaba en plena crisis post-convertibilidad. Ello ha significado un aumento de más de 9.000 puestos de trabajo registrados en el período. En términos relativos el mayor crecimiento se vio reflejado en las ramas Cereales, Oleaginosas y Forrajeras, Frutas y Servicios Agrícolas y Pecuarios.

En tanto, la remuneración neta promedio por asalariado, siguiendo la tendencia observada en los sucesivos trimestres de 2002, aumentó 26,1% con respecto al primer trimestre del año pasado. Las ramas Silvicultura y Extracción de Madera, con un 42%, y Frutas, con un 40,7%, registraron las alzas más significativas.

### II.2.2. Situación y perspectivas de la producción de granos

Las estimaciones de la SAGPyA correspondientes a la campaña agrícola 2002/03 indican que la superficie cultivada con **cereales** disminuyó 7,1% con respecto al ciclo anterior. Dicha reducción equivale a una superficie de 934.000 hectáreas, según los

cálculos más recientes de dicha fuente. De ese total, el 86,7%, o sea 809 mil hectáreas, corresponden a la reducción operada en la superficie cubierta con trigo. La baja de la producción fue aún más pronunciada que la del área bajo cultivo ya que la cosecha fue de 12,3 millones de toneladas, con una caída del 19,6%, lo cual representó 3 millones de toneladas menos respecto de la lograda en el ciclo anterior. Se trata del registro de producción triguera más bajo desde la campaña 1994/95, cuando se lograron 11,3 millones de toneladas.

La superficie cultivada con maíz resultó igual a la del ciclo anterior. También se ha estimado que la superficie cultivada con avena disminuyó 9,9%, mientras que se registraron aumentos de 18,8% en las siembras de alpiste, de 2,3% en las de cebada cervecera, de 8,7% en arroz y de 0,5% en sorgo granífero.

Además de la ya comentada baja en la cosecha de trigo, observaron caídas de 1,7% la recolección de sorgo granífero y de 10%, en conjunto, los cultivos de alpiste, avena, cebada cervecera, cebada forrajera y mijo. La producción de maíz tuvo un aumento de 2%, alcanzando un total de 15 millones de toneladas, mientras que la cosecha de arroz mejoró 2,4%. De tal modo, la cosecha total de cereales disminuyó 8,2% con respecto a la campaña pasada.

Un comportamiento diferente tuvieron las **oleaginosas**, ya que habrían registrado un alza de 8,7% en sus coberturas, equivalente a una superficie de casi 1,22 millones de hectáreas por encima de la del ciclo anterior. En este caso, la SAGPyA estimó que hubo un aumento del 15,4% en la superficie con girasol, lo cual representa unas 315 mil hectáreas más que en el ciclo pasado, mientras que para la soja estimó un aumento del 8,8%, equivalente a más de un millón de hectáreas con respecto al ciclo anterior, con lo cual se registró un nuevo récord de siembra de este cultivo. En el caso del maní y del lino, en cambio, se estimaron bajas de siembras de 29,7% y 30%, respectivamente, con





Las cosechas de oleaginosas dejarán algunos resultados bastante diversos. De hecho, el único cultivo que tendrá un fuerte aumento de producción será la soja, ya que crecerá 16,6% llegando a un récord de 35 millones de toneladas. En cambio, la producción de girasol sólo habría logrado igualar la cosecha del ciclo pasado. Pero aún peor ha sido el desempeño de los demás cultivos: para las respectivas producciones de lino y maní se estiman bajas de 43,8% y 39,2%. En tanto, los cultivos de cártamo y colza tendrán, en conjunto, una baja del 28,6%. No obstante, la producción total de oleaginosas anuales tendrá un aumento del 14,1%.

Con respecto a la recientemente iniciada campaña agrícola 2003/04, el primer pronóstico oficial sobre la superficie cultivada con trigo resulta poco halagüeño toda vez que apenas se igualaría la cobertura alcanzada en el ciclo 2002/03. La SAGPyA atribuye esta perspectiva a las desfavorables condiciones climáticas del mes de mayo, que generaron excesos de humedad en gran parte del centro y norte de la región pampeana y defectos en el sur, sudoeste y sudeste de Buenos Aires y en casi toda la provincia de La Pampa. Estas condiciones limitarían las superficies que los agricultores destinarían al trigo en esta campaña agrícola. Las primeras evaluaciones indican una nueva merma en la zona núcleo maicera y en la región del doble cultivo trigo-soja. Sin embargo, la SAGPyA deja abierta la posibilidad de que se produzca un cambio favorable en este pronóstico, en el caso que mejoren las condiciones climáticas.

### II.2. 3. Situación de otros cultivos

Las estimaciones disponibles de cultivos extrapampeanos de la campaña 2002/03 señalan que se produjo una nueva baja en la superficie sembrada con algodón, hasta llegar a un mínimo de 157.930 hectáreas, o sea 8,8% menos que en el ciclo anterior. Hay que retroceder 70 años para encontrar un registro de siembras más bajo que el mencionado. La producción, por su parte, habría alcanzado sólo a 177 mil toneladas, 18,8% menos que la

del año anterior. La oferta de fibra de algodón que permitirá obtener esta reducida cosecha resultará insuficiente para abastecer la demanda interna de algodón, más aún cuando se advierte una fuerte recuperación del nivel de actividad de la industria textil.

La producción de vid para vinificar, según la estimación del Instituto Nacional de Vitivinicultura, creció 2,9% con respecto a la del ciclo anterior, con un nuevo aumento en la composición de la uva cosechada de las variedades que permiten elaborar vinos finos. Por lo tanto, cabe apreciar el efecto calidad sobre el volumen cosechado.

Se ha estimado también una disminución del 7,6% en la siembra de poroto seco, lo cual representa unas 20 mil hectáreas menos que las cultivadas el año pasado. La producción, por su parte, se habría reducido 14,4%, con una disminución de 40 mil toneladas debido a la merma en los rendimientos unitarios.

En el caso de los cultivos de hortalizas se observan alzas en ajo y cebolla (7,2% y 1%, respectivamente), en cambio, la producción de papa se habría reducido 3,7%.

En el caso de las frutas se presentan situaciones disímiles. Ha aumentado la producción de las frutas de pepita y de carozo, pero, en cambio, cayeron las de frutas cítricas. En el caso de las primeras, se observan alzas del 19% en pera, del 13% en manzana, del 43,5% en ciruela y del 20,6% en durazno. En las segundas, se estiman bajas de 13,7% en el caso del limón y de 19,4% en naranjas.

### II.2.4. Situación de las actividades pecuarias

En el primer trimestre de 2003 la oferta total de **ganado vacuno** para faena comercial cayó 1,9% según las estimaciones realizadas por la DNCN, con relación a igual lapso del año pasado.

En la segunda mitad de 2002, el dinamismo que había im-

puesto la exportación a la demanda por ganado, se había reflejado en aumentos de los precios internos de la hacienda en pie. En el cuarto trimestre el precio nominal promedio del novillo en Liniers creció 12%, mientras que el precio real mejoró 9,6%, en ambos casos con relación al tercer trimestre del año. Pero en el primer trimestre de 2003, con la disminución del tipo de cambio de casi 12%, el precio del novillo se redujo 3,5% en términos nominales y 3,3% en términos reales, con respecto al cuarto trimestre de 2002. En cambio, si la comparación se efectúa con respecto al primer trimestre de 2002, el precio nominal creció 134,6% y el precio real lo hizo en un 28,3%. En el segundo trimestre estas tendencias se afirman en nuevas bajas de ambos indicadores.

La faena de **ganado porcino** que fiscaliza el SENASA cayó 16,6% en el primer trimestre con relación a igual período del año 2002. Lo propio ocurrió con la faena de **aves**, para la cual se estimó una caída de 3,3%, con lo cual se habría atenuado la profunda contracción que sufrió esta actividad el año pasado.

En tanto, para la producción de **leche de vaca**, en el primer trimestre se estimó una caída de 15,5%, con respecto a igual período del año pasado, hecho que refleja la continuidad del fuerte ajuste que está experimentando esta rama de la actividad pecuaria.

### II.2.5. Situación de la Pesca

En el primer trimestre de 2003 se observó un aumento de 41,2% en el volumen total de desembarcos de la pesca marítima, comparado con igual lapso del año anterior. En el período, el total de desembarcos informado por la Dirección Nacional de Pesca y Acuicultura de la SAGPyA fue de 205,6 miles de toneladas, frente a las 145,6 miles de toneladas de igual lapso del año anterior. Este aumento es explicado por el alza de 178,4% en la captura de moluscos, fundamentalmente calamar, mientras que el volumen de pescados creció 20,8%. En cambio,

disminuyeron las capturas de crustáceos 46,9%. Cabe recordar que el año pasado hubo un retraso en las autorizaciones para la pesca de calamar que afectó los resultados de la pesca en el primer trimestre.

### II.3 Indicadores de producción y ventas al mercado interno - Primer Trimestre de 2003

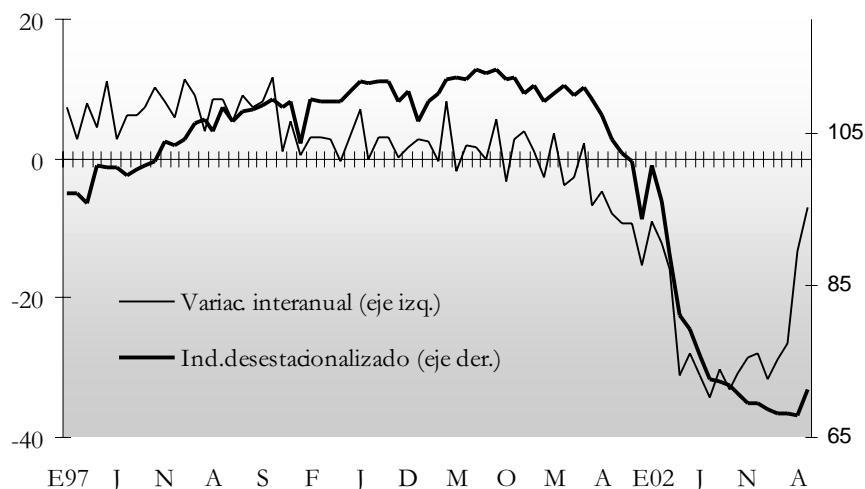
Durante el primer trimestre de 2003 se registró la primer alza interanual en el nivel de actividad global, luego de caer ininterrumpidamente desde el cuarto trimestre de 1998. En particular la industria tuvo el comportamiento más positivo, aunque no llegó a recuperar los niveles productivos vigentes en 2001. El incremento de dos dígitos con respecto a igual trimestre del año anterior respondió a los estímulos dados por la depreciación del peso sobre los sectores productores de bienes transables que favorecieron los procesos de expansión de las exportaciones y sustitución de las importaciones competitivas. La posterior estabilidad cambiaria y la contención de la inflación con mantenimiento de los precios relativos beneficiaron, luego, una recuperación del consumo interno que no aumentaba desde el segundo trimestre de 2000. Otro elemento que incide en la comparación interanual es la mejora de la liquidez y el levantamiento del «corralito» (depósitos a la vista) dispuesto a fines de 2002.

El valor agregado por la industria manufacturera en el primer trimestre resultó 18,4% superior al de igual período del año anterior, a precios constantes, y 99,8% superior a precios corrientes. En los meses subsiguientes el EMI también continuó mostrando variaciones interanuales positivas (15,2% y 13,5%, respectivamente en los meses de abril y mayo), si bien desacelerándose su impulso, dado que las variaciones de la serie des-

## NIVEL DE ACTIVIDAD

GRAFICO 1.3

Ventas en supermercados a precios constantes  
Variación interanual e índice desestacionalizado



tacionalizada indicaron caídas con respecto al mes anterior (-1% y -1,1%, respectivamente).

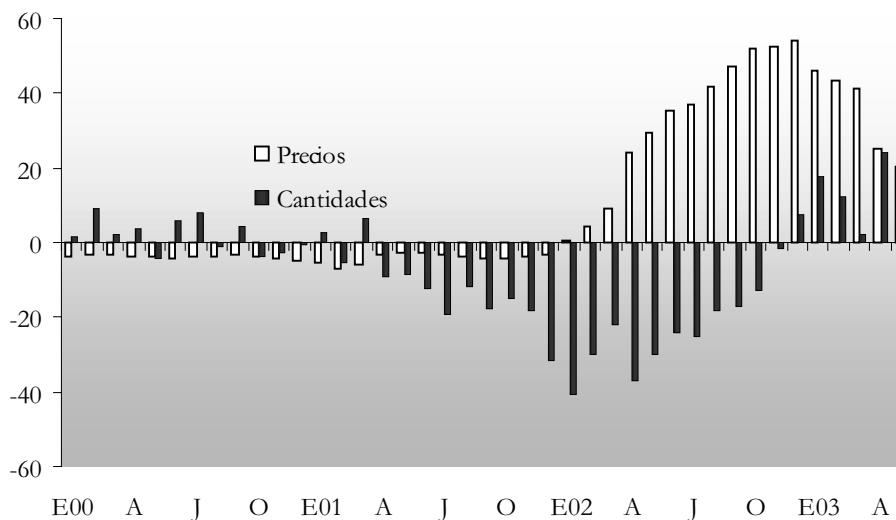
Nuevamente volvieron a crecer los precios del total de ventas al exterior, en tanto los de las importaciones se redujeron, produciendo una mejora en los términos del intercambio (15,6% en el primer trimestre), que condujo a un aumento del valor de las exportaciones del 11,9%, con un leve incremento de las can-

tidades vendidas (0,7%). Los factores que habían influido el año anterior, como la crisis financiera que redujo el crédito disponible, el encarecimiento de los insumos importados y la inferior demanda brasileña continuaron vigentes en el primer trimestre y si bien los precios de las manufacturas de origen industrial crecieron 1,9% interanual, las cantidades exportadas de estos bienes se redujeron 3,7%.

GRAFICO 1.4

Ventas en centros de compras

Variación porcentual con respecto a igual período del año anterior

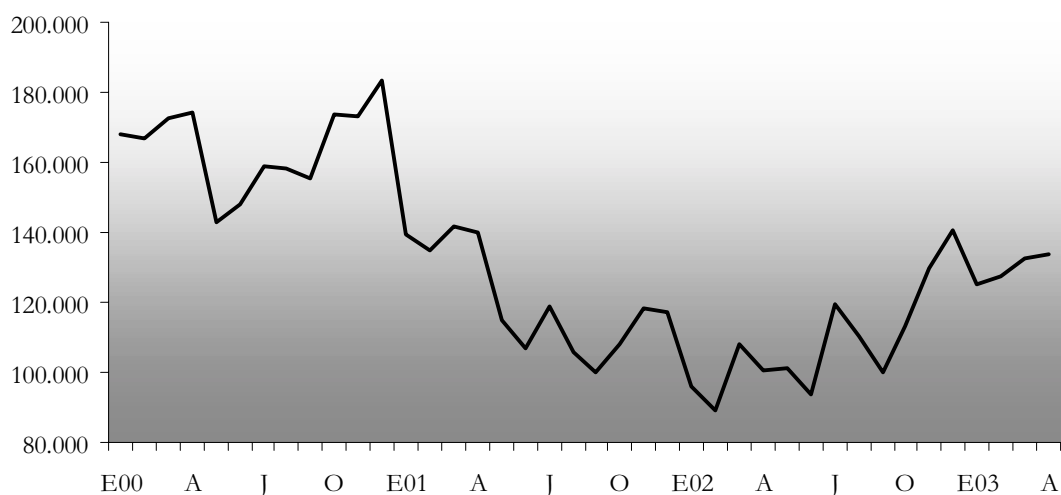


En el primer trimestre más de las tres cuartas partes de los indicadores de producción seleccionados exhibió tasas de variación interanual positivas. Esta proporción es superior a la registrada en los trimestres anteriores y confirma la recuperación en el nivel de actividad. En cuanto a los de ventas, también hubo un predominio de alzas, revirtiendo los signos negativos observados hasta fines del año anterior<sup>2</sup>. Las encuestas a supermercados (realizadas por el INDEC), sin embargo, siguieron mostrando un consumo interno estancado. Las ventas a valores constantes de los supermercados se redujeron 29% en el primer trimestre, pero en los meses de abril y mayo la declinación se suavizó notablemente a 13,4% y 7%, respectivamente. También resultó moderada la evolución de los precios, que alcanzó a 31,5% y 20,2% interanual en ambos meses, respectivamente (Gráfico 1.3). En los centros comerciales, en cambio, las cantidades vendidas vienen creciendo desde el mes de diciembre pasado y presentaron un sensible incremento de 24,1% en

abril y 20,8% en mayo, que acompañó al menor aumento de precios (25% y 20,6%, interanual) y el ingreso de turistas extranjeros (Gráficos 1.4 y 1.5). A partir del segundo semestre de 2002 empezó a crecer la entrada de extranjeros por los principales puestos migratorios del Gran Buenos Aires, según la información recabada por el INDEC<sup>3</sup>.

Las expectativas en general, resumidas en el Índice de Confianza del Consumidor<sup>4</sup>, mostraron en los meses de mayo y junio importantes incrementos (10,3% y 20,6%, respectivamente) con respecto al mes anterior, alcanzando en este último mes el mayor registro de la serie desde que se comenzó a calcular, con cobertura nacional, en marzo de 2001. En junio los encuestados consultados con relación a las expectativas sobre su situación personal y macroeconómica respecto del mes anterior, tuvieron una apreciación positiva en el conjunto de localidades

**GRAFICO 1.5**  
**Entrada de extranjeros por los principales puestos migratorios del Gran Buenos Aires**  
*Número de personas*



<sup>2</sup> 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 (Cuadros 1.9 y 1.10), cuya evolución mensual se detalla en el Apéndice Estadístico.

<sup>3</sup> La Encuesta sobre el Movimiento Internacional de Personas a través de los principales puestos migratorios del Gran Buenos Aires recaba información correspondiente a los Aeropuertos de Ezeiza y Jorge Newbery y el Puerto de Buenos Aires. Se estima que el movimiento de personas a través de esos puestos representa aproximadamente el 50% del movimiento en el total del país. En particular, el movimiento a través de los aeropuertos mencionados concentra el 90% del realizado por vía aérea.

<sup>4</sup> Encuesta realizada por el Centro de Investigación en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella que contiene 3 tipos de preguntas sobre la situación personal, la macroeconómica y la compra de bienes durables.

relevadas, pero se volvió un poco más pesimista en lo referido a la compra de bienes durables e inmuebles para los consumidores de Capital Federal.

Con respecto a los sectores productivos, en el primer trimestre de 2003, el agregado de minas y canteras mostró un retroceso en la extracción de petróleo crudo (-3%), pero un aumento en la de gas natural (1,7%). Las variaciones siguieron acompañando la evolución de la demanda interna. En el caso del gas natural se observó un incremento de las entregas a las Transportadoras de Gas del Sur y del Norte (6,9%), y una reducción de las exportaciones directas (-14%). La información suministrada por la Secretaría de Energía indicó incrementos en el total de metros perforados (21,4%) y en los pozos terminados<sup>5</sup> (6,8%), que se debieron a la mayor explotación de los petrolíferos (8,1%), dado que los gasíferos se mantuvieron sin cambios con respecto a igual trimestre de 2002. El fuerte aumento del precio internacional del petróleo crudo (57,5% interanual), que se produjo a causa de la intervención de Estados Unidos en Irak, fue afrontado internamente con un acuerdo entre productores, refinadores y sector público para evitar oscilaciones muy pronunciadas.

En la industria manufacturera se observó un claro predominio de los sectores que mostraron alzas en sus niveles productivos. Los sectores que habían comenzado a recuperarse en el cuarto trimestre de 2002 siguieron haciéndolo y se agregaron a ellos los rubros de bebidas, derivados de petróleo, farmacéuticos, insumos para la construcción y automotores. La reactivación iniciada en los rubros que ganaron competitividad internacional gracias a la devaluación vía los procesos de sustitución de importaciones e incremento de las exportaciones se amplió a más sectores, aunque cabe recordar también que la comparación se efectúa en muchos casos contra valores mínimos de las series históricas.

En la industria alimenticia se notaron alzas y bajas en el nivel de actividad. Se aceleró el incremento productivo en los rubros de aceites vegetales (40,2%) y subproductos oleaginosos (32,1%) y repuntó la venta de todo tipo de bebidas, de vinos (10%), cerveza (8,3%) y gaseosas (4,2%), con excepción de la producción de espirituosas (-4,5%). Por otra parte volvió a crecer la molienda de harina de trigo (2,6%), se suavizó la caída en la producción de galletitas y bizcochos (-6,8%) y se mantuvieron sin cambios las ventas de azúcar. Los productos elaborados sobre la base del sector pecuario mostraron caídas, disminuyendo las faenas de vacunos (-1,9%) y aves (-3,4%) y la elaboración de leche (-15,7%). El crecimiento del complejo oleaginoso se mantiene elevado por el desempeño récord de la cosecha de granos y la tendencia ascendente de los precios internacionales (en el primer trimestre el del aceite de soja aumentó un 42% interanual, de acuerdo a datos del Banco Mundial), derivada de la sequía en Canadá y Australia, ante la firmeza de la demanda. La producción de harina de trigo volvió a crecer sustentada en el consumo interno familiar, ya que el industrial presenta un menor dinamismo, concentrado básicamente en productos de valor inferior (fideos, pan). Este hecho se trasluce también en la caída en la producción de galletitas que confirma el menor uso industrial de la harina.

Con respecto a las bebidas, se ha notado un cambio en los hábitos de consumo en favor de la cerveza y en detrimento de bebidas de mayor precio, fundamentalmente importadas. La sustitución de envases en el segmento de las gaseosas y la producción local en el de los licores han realimentado la demanda doméstica gracias a la baja de precios que se logró. En las ventas de vinos también se percibe un mayor consumo interno, en este caso de productos de calidad superior y con respecto a las exportaciones, hubo un gran aumento de los volúmenes colocados pero acompañado con una baja de los precios medios dada por la creciente participación de vinos de menor precio. A partir del

<sup>5</sup> Es todo pozo terminado en el transcurso del año informado, con o sin producción, en reserva o abandonado, entubado o sin entubar.

## NIVEL DE ACTIVIDAD

**CUADRO 1.9**  
Indicadores de producción  
*Variación porcentual interanual*

Concepto	2001/ 2000	I 02/ I 01	II 02/ II 01	III 02/ III 01	IV 02/ IV 01	2002/ 2001	I 03/ I 02
<b>Explotación de Minas y Canteras</b>							
Petróleo crudo	1,1	-0,6	-2,7	-4,2	-4,6	-3,1	-3,0
Gas natural	2,3	1,6	-1,0	2,9	-5,2	-0,3	1,7
<b>Industria Manufacturera</b>							
<b>Alimentos</b>							
Harina de trigo	-1,6	0,6	-1,7	-3,2	6,3	0,4	2,6
Aceites vegetales	-10,5	18,5	12,1	11,5	4,7	11,1	40,2
Subproductos oleaginosos	1,7	41,6	6,4	15,9	8,4	14,5	32,1
Galletitas y bizcochos	-5,2	-43,9	-37,2	-39,0	-32,8	-38,7	-6,8
Carne vacuna	-8,9	-11,0	4,5	0,1	-4,5	-2,9	-1,9
Aves	-1,4	-22,3	-22,8	-31,2	-19,9	-24,1	-3,4
Leche industrializada y para consumo (1)	-3,2	-10,8	-15,8	-16,8	-14,1	-14,4	-15,7
<b>Bebidas</b>							
Bebidas espirituosas	-3,1	-18,7	-26,2	-16,3	-11,3	-19,3	-4,5
<b>Insumos textiles</b>							
Hilados celulósicos	-40,3	-38,5	-60,9	381,6	76,6	-13,9	-0,9
Fibras sintéticas	-41,6	-49,4	-11,1	-4,0	43,0	-11,9	13,2
Hilados sintéticos	-11,0	2,7	-13,7	-25,8	-9,8	-13,1	1,6
<b>Papel</b>							
Pasta de papel	-13,3	-0,5	13,4	14,8	18,4	11,3	16,2
Papel para diarios	7,6	-19,2	-1,5	-2,2	-3,0	-6,5	26,5
<b>Prod. Químicos y der. de petróleo</b>							
Jabones	3,0	18,5	31,8	22,9	42,8	28,7	28,6
Neumáticos	-6,9	3,3	9,9	8,9	33,0	13,1	12,7
Urea	399,0	15,8	70,3	20,3	-11,4	20,0	19,1
Soda cáustica	18,6	11,8	3,6	-0,2	-7,4	1,7	14,9
P.V.C.	14,6	-1,4	-19,3	-3,7	-30,7	-13,8	20,7
Poliétileno	75,0	41,2	8,4	-12,1	-14,5	2,8	-11,6
Polipropileno	5,9	-8,0	-4,5	-1,2	13,8	-0,3	3,4
Isopropanol	-15,7	114,2	-11,9	33,7	-23,3	12,3	20,1
Caucho sintético	-16,5	-36,6	27,4	7,1	42,8	6,1	71,3
Negro de humo	-15,9	-0,8	7,3	27,0	79,8	24,1	21,8
Acido sulfúrico	-9,0	-9,1	49,1	49,7	-5,9	15,1	4,1
Cloro	20,2	11,8	4,9	0,3	-7,3	2,2	14,9
Petróleo procesado	0,2	-6,9	-6,7	-9,2	7,9	-4,0	3,9
Naftas	-1,2	-6,8	-13,3	-8,6	-2,7	-8,0	3,9
Gas oil	-0,7	-7,9	-8,0	-23,1	6,3	-8,6	2,4
Fuel oil	18,7	-20,1	3,7	6,1	11,2	-0,8	15,7
<b>Metálicas básicas</b>							
Acero crudo	-8,2	-12,7	-1,6	17,8	24,7	6,2	32,5
Laminados en caliente:							
Laminados no planos	-8,3	-22,3	-9,6	-2,4	53,6	1,1	35,5
Tubos sin costura	0,5	-8,4	-14,7	-20,2	-5,6	-12,7	-0,7
Laminados planos	-9,9	-25,8	-0,1	27,0	17,1	2,3	52,8
Laminados en frío							
Aluminio primario	-8,4	-26,0	-6,7	36,1	38,7	6,6	40,3
Zinc	-5,3	2,4	11,4	21,5	1,2	8,5	2,2
Hierro primario	9,6	1,3	-10,0	-4,7	15,0	-0,3	-10,7
<b>Insumos para Construcción</b>							
Cemento	-9,3	-40,9	-37,0	-26,9	-8,5	-29,5	31,7
Pinturas	-11,4	-43,9	-34,8	-22,9	8,1	-23,3	58,8
Hierro redondo p/hormigón	-7,9	-39,5	-36,3	-35,5	25,8	-27,3	22,7
<b>Equipo de Transporte</b>							
Automotores:							
Automóviles	-29,0	-58,1	-48,4	-22,2	6,1	-34,3	52,0
Utilitarios	-33,1	-46,9	-28,8	-19,3	-14,3	-27,4	5,3
Carga y pasajeros	-41,8	-59,9	-42,6	2,0	45,1	-26,0	93,2
Tractores	-76,8	-53,4	179,2	1.060,0	1.160,0	219,4	n.d.
<b>Maquinaria y Equipo</b>							
Máquinas-Herramienta	10,7	-79,9	-66,9	-54,8	-32,6	-61,2	257,2
<b>Artefactos del Hogar</b>							
Lavarropas	-6,9	-55,3	-59,8	-38,3	-3,1	-44,4	n.d.
Secarropas	-27,5	-72,3	-66,7	-55,6	-72,1	-65,2	n.d.
Televisores color	-22,8	-78,8	-81,1	-87,4	n.d.	n.d.	-38,2

(1) Los datos correspondientes al último trimestre incluyen sólo el primer mes

Fuente: Ministerio de Economía sobre la base de información de INDEC, otros organismos oficiales y cámaras e instituciones privadas



mes de julio entrarán en vigencia nuevas normas de recategorización y control que permiten identificar con mayor precisión el origen del producto. En cuanto a la producción de bebidas espirituosas, los licores, whisky y amargos mantienen un buen ritmo de elaboración mientras que los aperitivos, vermouth y coñac, cuya importancia en el total del volumen obtenido es mayor, volvieron a decaer, en parte por el aumento de precios. En el caso del azúcar se observa por un lado el mantenimiento del consumo familiar pero una contracción del industrial que la utiliza como insumo.

La menor faena de carnes vacuna y aviar se relaciona en el mediano plazo con la pérdida de participación de las actividades pecuarias en relación a la agricultura. El mayor aumento en los costos de los insumos que ha provocado la depreciación del peso dió lugar a un desplazamiento hacia el agro y, en especial, hacia la soja que presenta una rentabilidad superior a otros cultivos. Adicionalmente, la posibilidad de efectuar pagos en granos amplía las ventajas de este tipo de explotaciones. Por otra parte, la demanda interna de carnes rojas sigue aún afectada por la caída en el poder adquisitivo que ha llevado el consumo per cápita a los más bajos históricos, mientras que las exportaciones muestran un importante incremento. A principios de marzo ya se había recuperado el 86% de los mercados cerrados en 2001, cuando se produjo el brote de aftosa. En el caso de la faena avícola las ventas al exterior se ven un poco obstaculizadas por la contracción de la demanda mundial y el incremento en los saldos exportables de Brasil. También la actividad de los tambos se ha visto perjudicada por estas condiciones y las exportaciones han ganado participación en el total del mercado dada la baja en el poder adquisitivo local.

Las ventas de cigarrillos mostraron un incremento del 10,8% en el primer trimestre en respuesta a la política de promoción lanzada por las tabacaleras en cuanto a la aparición de nuevas marcas más económicas y más variedad en las presentaciones de los paquetes, junto con la estabilidad de precios.

La industria textil viene recuperándose notoriamente en algunos rubros a partir del segundo semestre de 2002. En el primer trimestre del corriente año se observaron incrementos en la producción de fibras sintéticas (13,2%) e hilados sintéticos (1,6%) pero una ligera baja en los celulósicos (-0,9%). Por un lado, la sustitución de importaciones continuó actuando como factor dinamizador de la producción local y por otro la menor demanda brasileña frenó las colocaciones externas.

En el sector papelerero continuó observándose un aumento en la producción de pasta de papel (16,2%) y un significativo repunte en la de papel para diarios (26,5%). La mayor producción de papeles para impresión abastece a una superior demanda interna y crecientes exportaciones, habiéndose incrementado fuertemente la utilización de la capacidad instalada.

La casi totalidad de los productos químicos y derivados del petróleo incrementó sus niveles productivos. Con excepción del polietileno, cuya elaboración se contrajo (-11,6%), el resto de los rubros para los cuales se dispone de información sobre su producción mostró alzas. En cuanto a las ventas, los datos de naftas indican que continúa con un proceso recesivo, pero la tendencia negativa que seguían los medicamentos se quebró. Aumentaron las elaboraciones de caucho sintético (71,3%), neumáticos (12,7%), jabones (28,6%), negro de humo (21,8%), materias primas plásticas como el PVC (20,7%), polipropileno (3,4%), agroquímicos como la urea (19,1%), productos químicos básicos tales como soda cáustica y cloro (14,9%, ambos) y ácido sulfúrico (4,1%) y el procesamiento de petróleo (3,9%) y algunos derivados, naftas (3,9%), fuel oil (15,7%) y gas oil (2,4%).

La mayor producción de jabones de tocador y para lavar continúa la tendencia creciente manifestada el año anterior dada la posibilidad de exportar intrafirma y la concentración en productos más básicos. En el incremento de los insumos mencionados incide la mayor demanda local, en especial del agro, en



## NIVEL DE ACTIVIDAD

CUADRO 1.10

Ventas al mercado interno de origen nacional  
Variación porcentual interanual

Concepto	2001/ 2000	I 02/ I 01	II 02/ II 01	III 02/ III 01	IV 02/ IV 01	2002/ 2001	I 03/ I 02
<b>INDUSTRIA MANUFACTURERA</b>							
<b>Alimentos</b>							
Azúcar	0,3	-10,1	-4,7	-7,5	2,4	-5,2	0,0
<b>Bebidas</b>							
Cerveza	-2,3	-14,3	-10,8	-4,6	-3,4	-8,4	8,3
Vino	-3,6	-7,8	-3,9	5,7	2,9	-0,6	10,0
Gaseosas	4,1	-20,1	-22,5	-13,2	-2,7	-14,3	4,2
<b>Tabaco</b>							
Cigarrillos	-5,7	-3,7	5,4	0,1	14,9	4,2	10,8
<b>Prod. Químicos y deriv. de petróleo</b>							
Productos farmacéuticos	3,8	-17,9	-29,5	-30,1	-9,9	-22,5	7,4
Naftas	-10,1	-12,3	-10,0	-13,4	-13,0	-12,1	-13,8
<b>Insumos para Construcción</b>							
Despachos de Cemento	-12,0	-37,8	-34,0	-23,6	-11,3	-27,4	20,8
Vidrios p/construcción	-7,0	-32,6	-30,6	-24,9	-13,9	-25,9	24,3
Asfalto	4,0	-52,3	-53,5	-58,1	-53,5	-54,3	3,5
<b>Equipo de Transporte</b>							
Automotores:							
Automóviles	-51,4	-51,7	-45,2	-64,6	-41,8	-51,6	-32,2
Utilitarios	-42,2	-27,1	-53,5	-63,5	-35,2	-46,0	0,1
Carga y Pasajeros	-52,0	-65,0	-46,9	-83,7	-45,2	-61,1	4,8
<b>Maquinaria y Equipo</b>							
Máquinas-Herramienta	-11,2	-82,2	-77,6	-71,8	-39,5	-70,9	84,3
<b>OTROS SECTORES</b>							
Energía eléctrica demandada	2,0	-7,9	-2,5	0,0	2,5	-2,1	8,4
Recolección de Residuos	-2,2	-14,8	-18,3	-22,6	-20,4	-19,0	-15,0

Fuente: Ministerio de Economía sobre la base de información de INDEC, otros organismos oficiales y cámaras e instituciones privadas

relación a la urea, y la construcción. Por otra parte el incremento en la elaboración de PVC (20,7%) se debería a que se han fijado derechos para la importación del producto proveniente de Estados Unidos y México por un período de 9 meses. En el sector de los neumáticos se encuentran en curso ampliaciones de la capacidad productiva que comenzarán a comercializarse a partir del segundo semestre del año, destinadas principalmente a la demanda externa, aunque la industria ha sufrido el encareci-

miento de numerosos insumos petroquímicos (como los caucho y el negro de humo) y la revaluación del peso en los últimos meses.

El aumento en la comercialización de productos farmacéuticos revirtió la profunda caída que había sufrido el año anterior al recuperarse 7,4%. La encuesta realizada por el INDEC<sup>6</sup> para el primer trimestre de 2003 indicó que la facturación total creció

<sup>6</sup> Realizada por correo electrónico a 75 empresas clave del sector con periodicidad trimestral, cubre aproximadamente el 85% a 90% de la facturación global de la industria y presenta información de facturación a nivel mayorista con precios de salida de fábrica, sin IVA.

## NIVEL DE ACTIVIDAD

61% interanual mientras que las ventas al mercado interno, que incluyen las importaciones, crecieron 57% y las exportaciones 104%.

En cuanto al procesamiento de petróleo, la recuperación que se había iniciado en el último trimestre de 2002 continuó en el primer trimestre con la excepción de las ventas de naftas (-13,8%). La sustitución en el consumo de las de mayor octanaje por la nafta común, parece haber llegado a un límite ya que el consumo de éstas últimas también decayó en el trimestre (-4,8%) en favor de una mayor utilización de gas oil (4,3%) y GNC (25,3%).

Las ventas de los principales insumos para la construcción relevados se recuperaron notablemente con respecto a los bajos niveles exhibidos un año atrás. Resultaron superiores los despachos de cemento (20,8%), de vidrios (24,3%) y de asfaltos (3,5%) así como las producciones de pinturas (58,8%), hierro redondo (22,7%) y, en particular, cerámicos (117,7%). Con respecto al cemento, a pesar de la suba registrada, las 1.088,3 miles de toneladas despachadas son el segundo valor más bajo

de la década para un primer trimestre. La reanudación de la actividad constructora se inició en obras de reducida envergadura que han dinamizado la demanda de minerales no metálicos e insumos como vidrios y cerámicos. También incidió en esta coyuntura el menor ingreso de productos importados de Brasil, aunque actúan como limitante las restricciones crediticias y financieras.

En la industria siderúrgica se observaron elevados niveles de producción en las cuatro etapas del ciclo productivo. El mayor incremento se da en la producción de laminados planos en caliente (52,8%) gracias a la firmeza de las colocaciones externas y la reactivación de la industria metalmecánica, en las ramas de maquinaria agrícola y electrodomésticos de la línea blanca, así como en la construcción. También se notaron incrementos considerables en los laminados terminados en frío (40,3%), en caliente no planos (35,5%), hierro primario (37,4%) y acero crudo (32,5%). La producción de tubos sin costura, sin embargo, se mantuvo en ligera baja (-0,7%). La producción de aluminio primario se mantiene creciendo suavemente (2,2%) en un

**CUADRO 1.11**  
Producción y ventas de automotores  
En unidades

Concepto	Automóviles	Utilitarios	Carga y pasajero.	Total
	Enero - Mayo 2003			
Producción	42.858	16.272	3.274	62.404
Exportaciones	31.432	11.524	2.545	45.501
Ventas al mercado interno (de producc.nacional)	12.711	6.732	510	19.953
Variac. inventarios (de prod.nacional)	-1.285	-1.984	219	-3.050
Ventas al mercado interno de importados	15.200	4.953	1.106	21.259
Ventas al mercado interno total	27.911	11.685	1.616	41.212
Ventas al mercado interno de importados - Exportaciones	-16.232	-6.571	-1.439	-24.242

Fuente: ADEFA.

## NIVEL DE ACTIVIDAD

contexto de aumento de las colocaciones externas y recuperación del mercado interno destinado a la industria alimenticia y de la construcción.

Durante el primer trimestre de 2003 la industria automotriz nacional mostró signos de variación positiva en la producción, pero las ventas internas sufren aún la baja en el poder adquisiti-

vo. Los incrementos productivos en las 3 líneas de vehículos se destinaron a exportaciones en el caso de los automóviles y al mercado interno en los otros 2 casos. Merece destacarse el hecho que en los primeros cinco meses del año las ventas de vehículos importados (21.259 unidades) sobrepasaron a las de origen nacional (19.953 unidades) dada la revaluación del peso en este período con respecto al valor promedio del dólar el año

**CUADRO 1.12**  
Producción y ventas de automotores  
Variaciones interanuales, en %

Concepto	II 02/ II 01	III 02/ III 01	IV 02/ IV 01	I 03/ I 02	Ab-May 03/ Ab-May 02
<b>Total de automotores</b>					
Producción	-43,8	-20,7	1,4	40,0	-6,5
Exportaciones	-42,4	10,1	7,7	18,5	-16,2
Ventas al mercado interno (de producc.nacional)	-47,1	-64,9	-40,3	-23,1	-6,7
Ventas al mercado interno de importados	-62,2	-63,4	-46,4	-15,6	89,0
Ventas al mercado interno total	-54,0	-64,3	-43,2	-19,6	28,7
<b>Automóviles</b>					
Producción	-48,4	-22,2	6,1	52,0	-11,9
Exportaciones	-51,4	-2,4	14,9	44,1	-13,2
Ventas al mercado interno (de producc.nacional)	-45,2	-64,6	-41,8	-32,2	-22,5
Ventas al mercado interno de importados	-60,1	-64,8	-47,2	-20,5	107,2
Ventas al mercado interno total	-51,3	-64,7	-44,4	-26,7	21,5
<b>Utilitarios</b>					
Producción	-28,8	-19,3	-14,3	5,3	2,0
Exportaciones	-19,1	43,6	-17,0	-18,4	-24,6
Ventas al mercado interno (de producc.nacional)	-53,5	-63,5	-35,2	0,1	60,9
Ventas al mercado interno de importados	-67,3	-63,0	-42,9	-6,7	54,7
Ventas al mercado interno total	-61,1	-63,2	-38,9	-2,9	58,2
<b>Carga y pasajeros</b>					
Producción	-42,6	2,0	45,1	93,2	24,4
Exportaciones	18,1	93,6	42,3	-20,3	0,8
Ventas al mercado interno (de producc.nacional)	-46,9	-83,7	-45,2	4,8	-44,4
Ventas al mercado interno de importados	-54,8	-46,4	-53,5	28,8	39,2
Ventas al mercado interno total	-51,6	-62,6	-50,0	18,5	2,1

Fuente: ADEFA.

anterior. Pero también es de destacar el buen nivel de las exportaciones (45.501 unidades) que superaron el total de ventas interno (41.212 unidades).

En el período más reciente de abril-mayo de 2003 la producción total de vehículos volvió a decaer (-6,5%) influida por el comportamiento de los automóviles (-11,9%) ya que se produjeron más unidades de carga y pasajeros (24,4%) y de utilitarios (2%).

Las exportaciones, siguen representando el principal destino de la producción, pero la disminución que experimentaron en el período abril-mayo (-6,5%) llevó su participación al 65,2%. La reducción de la demanda brasileña y algunos problemas puntuales en el mercado mexicano han afectado el desempeño de las ventas externas. En cuanto a los aspectos normativos, a fines de mayo se completó la reglamentación del Régimen de Aduana en Factoría<sup>7</sup> que se espera agilice el comercio sectorial.

Las ventas internas de automotores de producción nacional a concesionarios volvieron a reducirse pero más suavemente que en trimestres anteriores. La contracción más pronunciada se observó en el segmento de automóviles (-27,9% en los 5 primeros meses), un poco menos en los vehículos de carga (-20,2%) y, en cambio, crecieron las ventas de utilitarios (22%), rubro más demandado por la operatoria de pago con commodities.

La apreciación del peso incidió en la fuerte alza de las ventas de importados. Mientras que en el primer trimestre de 2003 sólo habían crecido las ventas de comerciales (28,8%), durante el bimestre abril-mayo crecieron las ventas de toda la gama de vehículos, especialmente automóviles (107,2%).

En el período enero-mayo de 2003 el intercambio neto de vehículos con el exterior se mantuvo superavitario en 24.242 vehículos, siendo las exportaciones más del doble que las ventas

de importados. La oferta fue atendida, parcialmente, con una disminución de inventarios, en el segmento de automóviles y utilitarios. Con respecto a la fabricación de autopartes, se mantiene el proceso de sustitución de importaciones pero la demanda se ve afectada por las decaídas compras de la industria brasileña.

En el sector de máquinas-herramientas se produjo un vuelco positivo en las variaciones de la producción (257,2%) y de las ventas (84,3%) en el primer trimestre, con un también notorio incremento de las exportaciones (446,7%). En el mes de abril la reactivación del sector se aceleró con aumentos de la producción del 530,8%, de las ventas (480%) y de las exportaciones (564,2%).

La fabricación de bienes de consumo durables sigue mostrando alzas y bajas. En el trimestre aumentó la producción de calefactores y estufas (440,1%), de cocinas a gas de uso familiar (186,1%) y de ciclomotores (116,7%) pero, en cambio, disminuyó la de videograbadores (-88,9%), aparatos de TV (-38,2%), teléfonos particulares (-59,1%), y lámparas (-7,4%).

La demanda total de energía eléctrica del país se expandió 8,4% en el primer trimestre y siguió incrementándose en los meses de abril y mayo 5,2% y 7,2%, respectivamente.

La recolección de residuos en Capital y el conurbano, en cambio, continuó retrocediendo en el primer trimestre (-15%) y en abril de 2003 (-12,2%).

### *II.4 Estimador Mensual Industrial. Mayo de 2003*

El Estimador Mensual Industrial (EMI) que elabora el INDEC volvió a crecer en los meses de abril y mayo. El crecimiento interanual se mantuvo en niveles significativos (15,2% y 13,5%) y permitió acumular una suba del 17,6% en los primeros cinco meses del corriente año, aunque todavía contra valores

<sup>7</sup> La Resolución 1509/03 de la AFIP estableció los mecanismos normativos, de control y relativos al registro informático del RAF.

## NIVEL DE ACTIVIDAD

mínimos registrados en 2002 (Cuadro 1.13 y Gráficos 1.6 y 1.7). No obstante, la variación desestacionalizada mostró caídas (-1% y -1,1%) con respecto al mes anterior, comportamiento que no ocurre con la tendencia-ciclo, que registró un leve incremento (0,6% y 0,1%)<sup>8</sup>.

En el mes de mayo más del 70% de los sectores observó variaciones positivas, con una amplia dispersión de las magnitudes que oscilaron entre más del 100% y 0,5%. Los rubros que continúan profundizando la recuperación son los de bienes producidos en sectores que sustituyen importaciones y los ligados a la demanda externa. Las mejoras más notorias se observaron en algunas ramas de textiles, metalmecánica, insumos de la construcción y químicos, sectores que presentan una mayor utilización de mano de obra en relación a otros incluidos en el EMI<sup>9</sup>. Por otra parte, las bajas más pronunciadas continuaron observándose en los sectores que orientan su producción tanto al mercado interno como a las exportaciones. Así se redujeron las producciones de fibras sintéticas y artificiales, lácteos, automotores y vidrio, aunque en este último caso un accidente técnico afectó los niveles del mes.

Durante el mes de junio las firmas consultadas en la encuesta cualitativa continuaron mostrando una mejora de las expectativas. El 24,6% de las mismas esperaba un incremento de la demanda interna para el mes en curso, porcentaje superior al de las que esperaban un aumento de las ventas al exterior (16,5%). También predominaba un saldo positivo de respuestas con respecto a las importaciones. El 13,8% de los encuestados prevía aumentar sus compras externas de insumos pero, en particular, las firmas que compran insumos a países del Mercosur (87,3% del total) registraban un saldo negativo. Las expectativas sobre el uso de la capacidad instalada consideraban una mayor proporción de mejoras que de bajas pero, en el caso de los stocks de productos terminados, era superior el porcentaje que esperaba

**CUADRO 1.13**  
**Estimador Mensual Industrial (EMI)**  
*Variaciones porcentuales*

Concepto	May 03/ Abr 03 (*)	May 03/ May 02	Ene-May 03/ Ene-May 02
<b>NIVEL GENERAL</b>	<b>-1,1</b>	<b>13,5</b>	<b>17,6</b>
<b>Industria Alimenticia</b>	<b>0,4</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>
Carnes Rojas	-4,4	-2,7	-2,0
Carnes Blancas	1,0	-2,1	-3,0
Lácteos	-2,4	-12,1	-14,7
Aceites	2,8	13,1	23,9
Harina de trigo	1,2	10,7	6,5
Panadería y pastas	n.d.	n.d.	n.d.
Yerba mate elaborada	5,1	23,6	4,8
Bebidas	-0,4	0,5	4,7
<b>Productos de tabaco</b>	<b>-2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>8,9</b>
Cigarrillos	-2,5	1,5	8,9
<b>Industria textil</b>	<b>2,1</b>	<b>119,6</b>	<b>135,5</b>
Hilados de algodón	0,2	74,3	95,8
Fibras sintéticas y artificiales (1)	-6,8	-20,4	-9,6
Tejidos	2,4	145,0	156,2
<b>Papel y sus manufacturas</b>	<b>0,8</b>	<b>4,9</b>	<b>13,8</b>
Papel y cartón	0,8	4,9	13,8
<b>Edición e Impresión</b>	<b>2,3</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>
Prod de editoriales e imprentas	2,3	1,8	2,2
<b>Refinación de petróleo</b>	<b>0,3</b>	<b>2,5</b>	<b>3,8</b>
Petróleo procesado	0,3	2,5	3,8
<b>Sustancias y productos químicos</b>	<b>8,1</b>	<b>18,7</b>	<b>13,2</b>
Gases industriales	1,3	21,3	14,0
Productos químicos básicos	8,7	32,1	21,6
Agroquímicos	25,8	31,9	34,1
Materias primas plásticas	-3,0	26,0	9,4
Deterg., jabones y prod. Personales	11,3	-0,9	2,3
Productos farmacéuticos	4,3	21,8	13,4
<b>Productos de caucho y plástico</b>	<b>2,0</b>	<b>-0,1</b>	<b>6,1</b>
Neumáticos	-1,4	14,2	19,8
Manufacturas de plástico	2,6	-2,7	3,9
<b>Productos minerales no metálicos</b>	<b>-11,1</b>	<b>4,1</b>	<b>25,5</b>
Vidrio	-29,8	-20,0	22,7
Cemento	-4,4	10,9	28,9
Otros materiales de construcción	1,2	22,6	24,9
<b>Industrias metálicas básicas</b>	<b>0,0</b>	<b>11,3</b>	<b>18,3</b>
Acero crudo	2,1	13,1	21,7
Aluminio primario	1,1	1,9	2,1
<b>Vehículos automotores</b>	<b>-6,1</b>	<b>-6,2</b>	<b>12,3</b>
Automotores	-6,1	-6,2	12,3
<b>Resto de la industria metalmecánica</b>	<b>-9,4</b>	<b>54,4</b>	<b>95,3</b>
Metalmecánica exc. ind. automotriz	-9,4	54,4	95,3

(\*) Variaciones de las series desestacionalizadas

(1) Se presentan en este bloque pero se incluyen en el cálculo del bloque de Sustancias y Productos Químicos

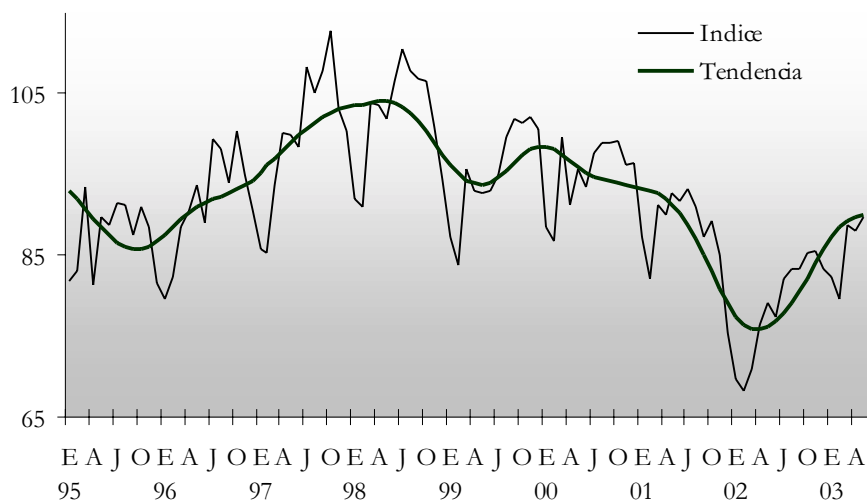
Fuente: INDEC.

un aumento. Con respecto al personal empleado y las horas trabajadas las respuestas no fueron uniformes. En el mes de la encuesta las alzas esperadas superaban a las caídas en lo referido a las horas trabajadas pero se dió a la inversa en cuanto a la

<sup>8</sup> Ver Síntesis metodológica del EMI, Ajuste estacional y Estimador EMI Ajustado, INDEC, Abril de 2000.

<sup>9</sup> Según surge de la matriz de insumo-producto calculada para el año 1997 por el INDEC.

**GRAFICO 1.6**  
**Estimador Mensual Industrial (EMI)**  
*Indice y tendencia. Base 1997 = 100*



dotación de personal. Por otra parte, el 8,3% de los encuestados, que demandaría asistencia crediticia, pensaba recurrir en un 37,2% al sistema local para aplicarlo a la compra de insumos (22,6%), la financiación de exportaciones (18,5%) y la refinanciación de pasivos (13,4%). El bloque de la industria alimenticia presentó un incremento en mayo en forma interanual (3,3%) y con respecto al mes anterior

(0,4%, de la serie desestacionalizada), con un predominio de alzas en sus componentes. Las alzas se han extendido a sectores que dirigen su producción al mercado interno. En el caso de la industria del aceite y subproductos, el incremento verificado en el mes (13,1%) determina un crecimiento acumulado del 23,9% en los cinco primeros meses del año. La mayor disponibilidad de materia prima, debido a la cosecha récord de soja, y el levanta-

**GRAFICO 1.7**  
**EMI - Variación interanual e índice desestacionalizado**

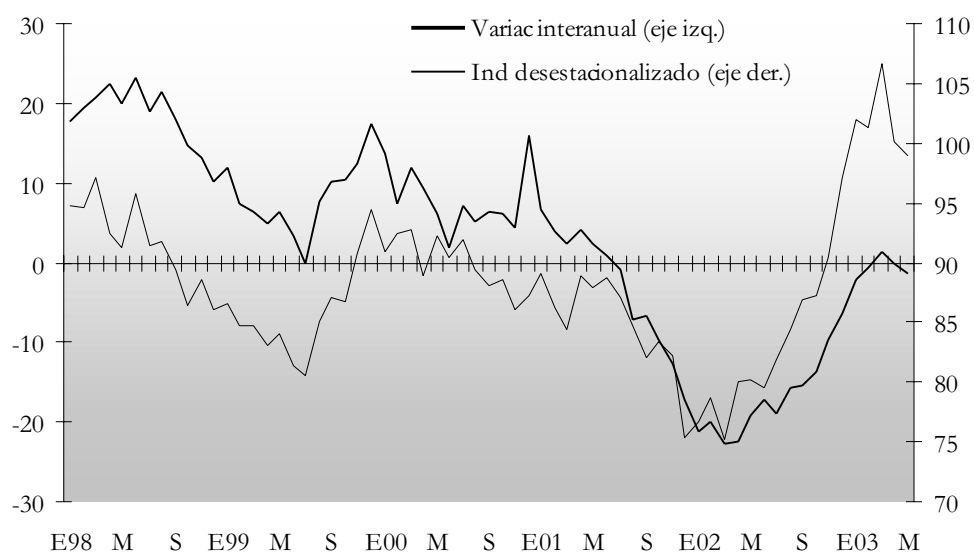
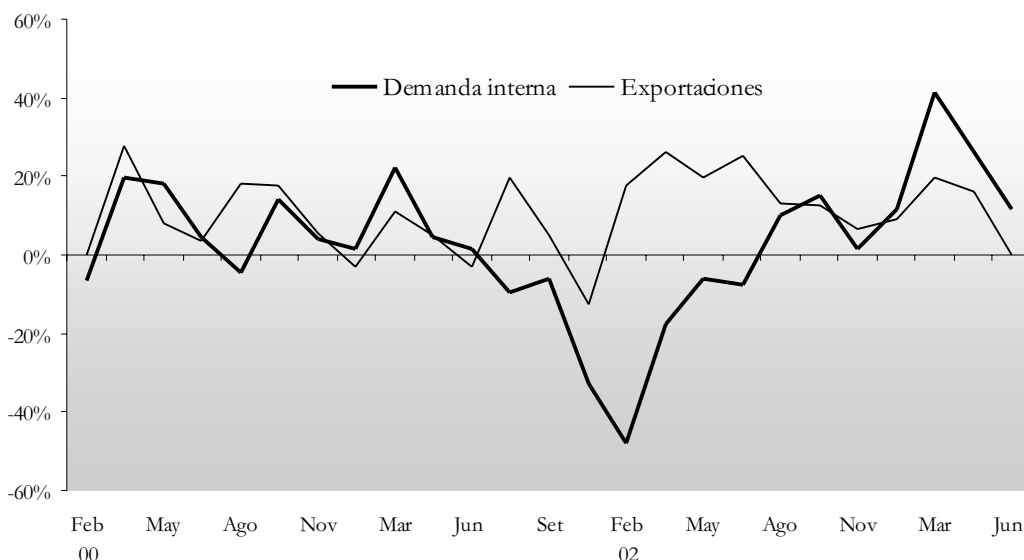


GRAFICO 1.8  
Encuesta cualitativa de expectativas  
Saldo de respuestas positivas (\*)



(\*) Se calcula como diferencia de la cantidad de respuestas positivas y negativas. Está disponible sólo para los meses de febrero, marzo, mayo, junio, agosto, septiembre y noviembre de cada año.

tamiento de restricciones a las importaciones por parte de algunos compradores externos ha permitido mantener un nivel sostenido de exportaciones. Un tema que ha vuelto a cobrar actualidad es el del biodiesel, sobre el cual ya se ha presentado un proyecto de ley que impulsa su utilización. El incremento en la elaboración de yerba mate (23,6%) respondería a la anticipación de los productores a la entrada en vigencia de un tributo a partir del mes de junio y a la estabilidad de la demanda interna, que se traduce en un incremento desestacionalizado con el mes anterior de 5,1%, beneficiada por el menor aumento relativo de precios con respecto al conjunto de alimentos y bebidas. También en el rubro de las bebidas (1,5%) se observa una recuperación de la demanda interna, así como en la producción de harina de trigo (10,7%).

Los rubros que por el contrario mostraron caídas productivas son las manufacturas alimenticias de origen pecuario, dada la sustitución en favor de actividades agrícolas. Tanto las carnes rojas (-2,7%) como blancas (-2,1%) y la industria láctea (12,1%) han sufrido contracciones derivadas, además del factor mencio-

nado, por motivos climáticos como las inundaciones en Santa Fe y la sequía en La Pampa. Por otra parte se mantiene retraída la demanda interna de carnes vacuna y blanca pero las exportaciones han registrado un aumento importante (40% en los cinco primeros meses). Un señal positiva es el incremento desestacionalizado con respecto al mes anterior de la faena avícola en los meses de abril y mayo (0,8% y 1%, respectivamente).

El bloque de la industria textil volvió a mostrar un alza considerable en el mes de abril (119,6%), gracias al desempeño de los tejidos (145%) y de los hilados de algodón (74,3%) en los cuales se sigue notando un firme proceso de sustitución de importaciones, especialmente en los segmentos de indumentaria y telas, aunque en los últimos meses se ha notado un incremento de las importaciones pero que fueron absorbidas por la mayor demanda. En la baja notada del sector productor de fibras sintéticas y artificiales (-20,4%), en cambio, ha influido el cierre de la planta de elastano el año pasado y las menores compras brasileñas. Las variaciones desestacionalizadas con respecto al mes anterior y los acumulados de los 5 primeros meses presen-



tan iguales signos que las interanuales, de modo que las tendencias respectivas no parecen cambiar en el corto plazo.

La fabricación de papel y cartón continuó aumentando (4,9%), influida por la mayor producción de papeles para impresión, beneficiados por la sustitución de importaciones y las ventas al exterior. En menor medida también los destinados a envases y embalajes se han expandido por el buen desempeño de la demanda de algunos alimentos, bebidas, materiales de construcción y ramas químicas. La recuperación ha alcanzado también a los productos de editoriales e imprentas (1,8%), cuya serie desestacionalizada viene creciendo desde el mes de septiembre de 2002. Dado que se trata de pequeñas y medianas empresas intensivas en mano de obra, de mantenerse la demanda interna se podría esperar un aumento de los planteles.

El procesamiento de petróleo creció 2,5% en mayo, registrándose alzas en la elaboración de asfaltos, lubricantes, diesel oil, gas licuado de petróleo, nafta común y gas oil y descensos en otros derivados como combustible para retropropulsión y nafta especial, en respuesta a la evolución de las ventas de esos mismos productos.

La producción del bloque de las sustancias y productos químicos continuó expandiéndose (18,7%) basada en la superior elaboración de la mayor parte de los componentes. En el mes se destaca el incremento que tuvieron los productos químicos básicos (32,1%), los agroquímicos (31,9%), las materias primas plásticas y caucho sintético (26%), los farmacéuticos<sup>10</sup> (21,8%) y los gases industriales (21,3%). La mayor demanda interna de estos insumos por las industrias que los utilizan y el buen ritmo de las colocaciones externas motorizó la producción en el período. La recuperación del mercado farmacéutico se debe al aumento de la demanda interna que se origina por un lado en la

normalización de la cadena de pagos y por otro en la mayor competencia que ha acarreado la ley de medicamentos genéricos al actuar sobre el nivel de precios. Se han anunciado inversiones en laboratorios nacionales y de capital extranjero con el objetivo de incrementar la capacidad productiva y las exportaciones al Mercosur. Asimismo, el alza del precio del petróleo generó una conducta sobre el abastecimiento de materias primas que indujo a la constitución de stocks preventivos. Este comportamiento también se aplica a los productores de materias primas plásticas y caucho sintético. En este último caso el sector abastece principalmente a los fabricantes de neumáticos donde también se notó un crecimiento significativo (14,2%). El otro componente del bloque de productos de caucho y plástico, las manufacturas de plástico, redujo su producción 2,7% interanual, pero la comparación con el mes anterior desestacionalizada resultó positiva e igual signo se observó en el acumulado de los primeros 5 meses del año.

La producción del bloque de minerales no metálicos creció 4,1% en el mes, resultante del alza en la elaboración de cemento (10,9%) y en otros materiales de construcción (22,6%), mientras que la industria del vidrio, que venía liderando el sector sufrió una caída importante (-20%) como consecuencia de la rotura de un horno en una de las principales empresas. Para el segundo semestre se espera que mejore más aún la demanda de cemento a granel (más vinculado con las grandes obras) por la construcción de la ruta 6 y el reinicio de los trabajos en la autopista Pilar- Villa María. La variación desestacionalizada negativa con respecto al mes anterior no estaría indicando un cambio en la tendencia sino un problema coyuntural por las condiciones climáticas adversas que se dieron en el mes de mayo.

Las industrias metálicas básicas observaron incrementos productivos en acero crudo (13,1%) y aluminio primario (1,9%)

<sup>10</sup> La información correspondiente a esta rama representa la evolución de un conjunto de empresas ya que las cámaras que nuclean al sector informan con posterioridad a la publicación del INDEC.

manteniéndose la tendencia ascendente de la industria siderúrgica (dada por las variaciones desestacionalizadas y del acumulado en los 5 primeros meses), impulsada por el aumento de las exportaciones, especialmente en el segmento de laminados planos, pero también se observa una recomposición del mercado interno debido a la demanda de algunas ramas de la industria metalmeccánica. Con respecto a los no planos se mantiene el nivel de exportaciones y la demanda interna ha repuntado en el rubro de hierro para hormigón por la reactivación de la construcción. El aluminio primario observa un buen desempeño, tanto de las exportaciones como de las ventas al mercado interno dirigidas a la industria alimenticia y de productos para la construcción.

La industria automotriz registró una caída en el mes (-6,2%) pero evidencia una variación positiva en el acumulado de los 5 primeros meses (12,3%). Por el momento no se esperan cambios significativos en la débil demanda interna y las exportaciones a Brasil, influidas por el nivel de actividad del país vecino, parecen no recuperar los niveles de años anteriores.

El resto de la industria metalmeccánica continuó creciendo de manera notable (54,4%), aunque parte de valores muy bajos. El índice con base en 1997 =100, se ubicó en un valor de 64,4 en el mes, valor superior a los promedios de los 3 últimos años. No obstante, la caída desestacionalizada con respecto al mes anterior (-9,4%) estaría indicando una cierta desaceleración que tendría su origen en el ingreso de importaciones brasileñas de bienes de capital aunque el proceso iniciado de sustitución de importaciones se mantiene en cuanto a bienes finales y los principales insumos. Los productores de maquinaria agrícola son de los más beneficiados ya que en los rubros de tractores y cosecha-

doras se encuentran trabajando a plena capacidad e intentan colocar producción en los mercados externos habiéndose concretado algunas ventas a Europa. El sector de máquinas herramientas también evoluciona favorablemente con un mercado interno que comienza a reactivarse y exportaciones en curso. La fabricación de electrodomésticos, en cambio, no da señales aún de reactivación salvo en la línea blanca.

### *II.5 Estadísticas de Servicios Públicos. Abril de 2003<sup>11</sup>*

El Indicador Sintético de Servicios Públicos volvió a mostrar una recuperación de 2,7% en el mes de abril, y acumuló un alza de 2% en los cuatro primeros meses del año. También fue positiva la variación de la serie desestacionalizada con respecto al mes anterior (2,3%), así como la de la tendencia (0,5%) (Cuadro 1.14 y Gráficos 1.9 y 1.10)<sup>12</sup>.

En la selección de indicadores que se presenta en el Cuadro 1.14 se puede observar que durante el mes de abril más de las tres cuartas partes de los rubros mostró una mayor utilización de los servicios, afianzando la recuperación que se venía percibiendo en meses anteriores. Se destacan los aumentos en el transporte de pasajeros y de carga, ferroviario urbano e interurbano y automotor, los sectores de energía y algunos ítems del servicio telefónico. Disminuyeron, por otra parte, el transporte aéreo y la cantidad de líneas telefónicas en servicio.

En los sectores de energía se notaron aumentos en la generación de electricidad (6,9%) y de gas natural (1,7%). El aumento en la generación neta de energía eléctrica se debió al mayor aporte de las centrales hidroeléctricas y nucleares, para abastecer a una

<sup>11</sup> Al momento de cierre de este Informe Económico se divulgó el comunicado del INDEC con las Estadísticas de Servicios Públicos correspondientes al mes de mayo.

<sup>12</sup> La información correspondiente a mayo indica una suba del 3,9% interanual y una caída del 0,6%, desestacionalizada, con respecto al mes anterior en el Indicador Sintético de Servicios Públicos. Si se consideran las series desestacionalizadas a nivel de grandes sectores, se observó la mayor alza en los peajes y la reducción más pronunciada en el transporte de carga.

CUADRO 1.14  
Evolución de los Servicios Públicos  
Variación porcentual interanual

Tipo de servicio	Jun 02/ Jun 01	Jul 02/ Jul 01	Ago 02/ Ago 01	Sep 02/ Sep 01	Oct 02/ Oct 01	Nov 02/ Nov 01	Dic 02/ Dic 01	2002/ 2001	Ene 03/ Ene 02	Feb 03/ Feb 02	Mar 03/ Mar 02	Abr 03/ Abr 02	En-Abr 03/ En-Abr 02
<b>Indicador sintético de servicios públicos</b>	<b>-7,8</b>	<b>-5,5</b>	<b>-6,2</b>	<b>-6,4</b>	<b>-5,8</b>	<b>-3,9</b>	<b>-1,0</b>	<b>-7,9</b>	<b>1,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,0</b>
Energía eléctrica generada neta	-10,1	-3,0	-11,3	-12,6	5,1	0,2	-0,6	-6,4	-0,8	6,3	2,3	6,9	3,4
Producción de gas natural	4,5	4,6	5,5	-1,8	-3,0	-5,6	-6,9	-0,3	-1,9	3,6	-1,5	1,7	1,7
Agua entregada a la red (Aguas Arg. S.A.) (1)	-1,4	0,2	0,6	-2,1	0,5	-0,3	-0,7	-0,2	-1,2	3,9	7,3	0,3	2,2
Ferrovionario urbano (pasajeros transportados) (2)	-20,5	-13,0	-18,5	-18,0	-15,6	-16,2	4,7	-17,6	-3,5	-1,7	1,9	9,4	1,7
Ferrovionario interurbano (pasajeros transportados)	2,9	0,5	5,7	18,6	20,0	27,5	13,9	-14,3	60,9	42,8	31,0	63,1	49,3
Subterráneo. Metrovías (pasajeros transportados)	-13,0	-3,5	-9,7	-6,6	-9,6	-10,3	3,9	-8,1	-5,4	-2,0	3,1	1,7	-0,4
Transporte automotor metropolitano (pasaj. transportados) (3)	-10,4	-1,8	-3,9	-0,1	1,0	0,0	13,1	-6,3	8,3	11,1	17,2	14,6	13,5
Aeronavegación comercial (pasajeros transportados) (4)	-9,3	-0,6	1,2	1,7	1,9	-20,7	-9,7	-11,4	4,8	-3,4	-3,9	-2,0	-1,2
Ferrovionario (carga transportada)	6,0	4,6	-8,6	12,1	19,0	14,3	15,6	2,9	22,3	40,5	40,5	27,3	29,4
Aeronavegación comercial (carga transportada) (4)	8,1	19,0	17,3	24,0	7,1	2,7	13,3	5,0	6,8	8,7	7,0	-2,4	4,7
Peaje en rutas nacionales (Vehículos pasantes por categoría) (5)	-8,3	-9,5	-7,4	-8,1	-4,6	-4,9	5,0	-7,5	9,8	5,7	5,1	13,4	8,4
Servicio telefónico básico. Cantidad de llamadas urbanas.	-11,6	-8,4	-10,6	-9,2	-4,8	-9,8	-8,3	-9,1	5,7	-0,1	7,6	12,2	6,4
Servicio telefónico básico. Cantidad de líneas en servicio.	-3,5	-4,3	-4,5	-4,6	-5,8	-4,8	-5,2	-2,8	-5,1	-4,4	-3,8	-3,1	-4,1
Servicio telefónico móvil celular. Cant. de teléfonos en servicio.	-7,9	-8,2	-7,9	-10,0	-9,7	-9,0	-2,6	-6,5	-1,3	0,0	2,1	3,1	1,0

(1) Aguas Argentinas S.A. presta servicios a Capital Federal y a los siguientes diferentes partidos del Gran Buenos Aires: A. Brown, Avellaneda, E. Echeverría, Gral. San Martín, La Matanza, Lanús, L. de Zamora, Morón, San Fernando, San Isidro, Tres de Febrero, Tigre y Vicente López.

(2) Incluye las empresas: Trenes de Bs. As. S.A., Transportes Metropolitanos Gral. Roca S.A., Metrovías S.A. Gral. Urquiza, Transportes Metropolitanos Gral. San Martín S.A., Ferrovías S.A.C. Belgrano Norte, Transportes Metropolitanos Belgrano Sur S.A., Tren de la Costa S.A.

(3) Incluye las líneas que cumplen la totalidad de su recorrido en Capital Federal, las que tienen una de sus cabeceras en Capital Federal y las restantes en localidades del conurbano bonaerense, y las que efectúan recorridos de media distancia.

(4) Sólo se consideran las empresas de bandera nacional que ofrecen servicios de cabotaje.

(5) Comprende los siguientes concesionarios: Semacar S.A., Caminos del Oeste S.A., Nuevas Rutas SACV, Covico UTE, Servicios Viales S.A., Covinorte S.A., Covicentro S.A., Concanor S.A., Virgen de Itatí S.A., Rutas del Valle S.A., Camino del Abra SACV, Caminos del Río Uruguay S.A., y Red Vial Centro S.A. Desde el 16 de marzo de 1997 también opera S.V.I. Cipolletti-Neuquén U.T.E.

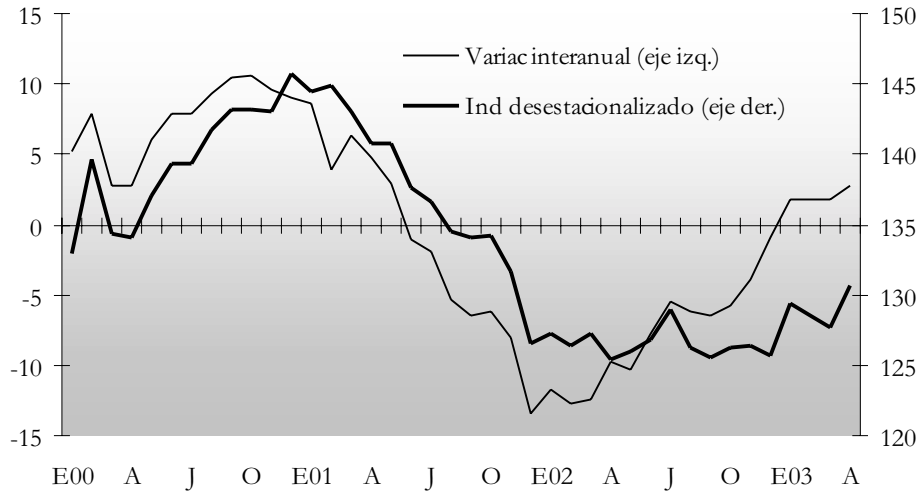
**Fuentes:** Subsecretaría de Energía, Subsecretaría de Combustibles, Secretaría de Obras Públicas, Comisión Nacional de Regulación del Transporte, Encuesta INDEC, Dirección Nacional de Transporte Aero comercial, Órgano de Control de Concesiones Viales, Dirección de Vialidad de la Provincia de Buenos Aires. Área Concesiones, Comisión Nacional de Comunicaciones.

demanda interna que superó a la de igual mes del año anterior. También aumentó, aunque levemente, la cantidad de agua entregada a la red, en la zona de Capital Federal y Gran Buenos Aires por Aguas Argentinas SA (0,3%).

El conjunto del transporte de pasajeros y de carga presentó alzas en su utilización, con excepción del aerocomercial. Las mayores subas en el segmento de pasajeros correspondieron al ferrovionario interurbano (63,1%) y urbano (9,4%) y el automotor metropolitano (14,6%). En menor medida creció el uso de los subterráneos (1,7%) y el aéreo total (4,1%). Este último se redujo en el segmento de cabotaje (-2%), pero se expandió en el interna-

cional (10,1%), manteniéndose la tendencia al aumento en la participación de las líneas de bandera nacional con respecto a las extranjeras. Con respecto al transporte de carga continúa expandiéndose la utilización del ferrocarril (27,3%) sin que esto implique una sustitución por otros medios ya que el peaje en rutas nacionales y de la provincia de Buenos Aires de vehículos livianos y camiones pesados también aumentó y la disminución en las toneladas transportadas por el servicio aerocomercial de cabotaje (-2,4%) no alcanza al 0,1% del incremento ferrovionario (376 miles de toneladas).

**GRAFICO 1.9**  
**Indicador Sintético de Servicios Públicos**  
 Variación interanual e índice desestacionalizado

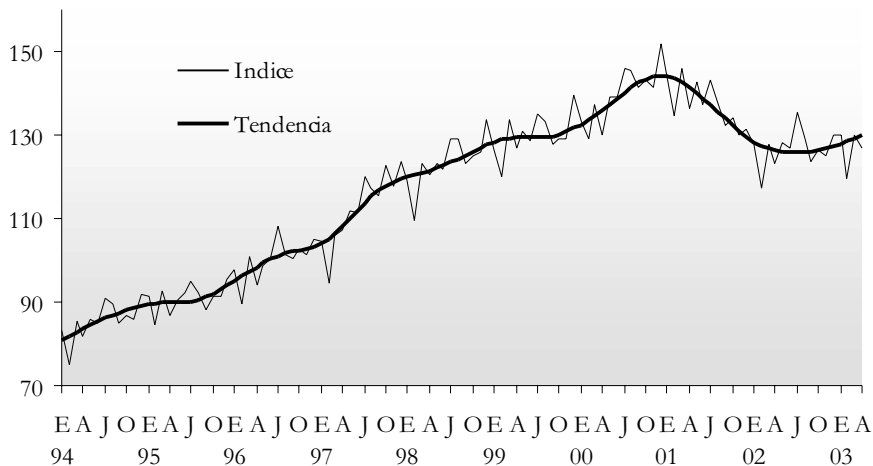


En los peajes de acceso a la Ciudad de Buenos Aires también creció la afluencia de todo tipo de vehículos (9%), en particular se destacó el mayor tránsito de camiones pesados y otro tanto ocurrió en los accesos a la Ciudad de Córdoba (5,7%)<sup>13</sup>.

Durante el mes de abril se aceleró la recuperación del servicio

telefónico básico en lo que atañe a las llamadas urbanas al registrar una variación positiva (12,2%). No obstante, siguió decayendo el número de líneas en servicio (-3,1%) y de teléfonos públicos (-6,8%), pero no de celulares, que aumentaron en 205 miles de aparatos, con respecto a abril de 2002.

**GRAFICO 1.10**  
**Indicador sintético de servicios públicos**  
 Índice y tendencia - Base 1996 = 100



<sup>13</sup> El Convenio de estabilidad en el suministro de gasoil, suscripto entre el gobierno nacional y las empresas refinadoras de hidrocarburos, que estableció un precio diferencial para el gasoil utilizado en el transporte de pasajeros, fue prorrogado hasta fines de marzo (Decreto 704/03).



# Inversión

## Inversión interna bruta fija

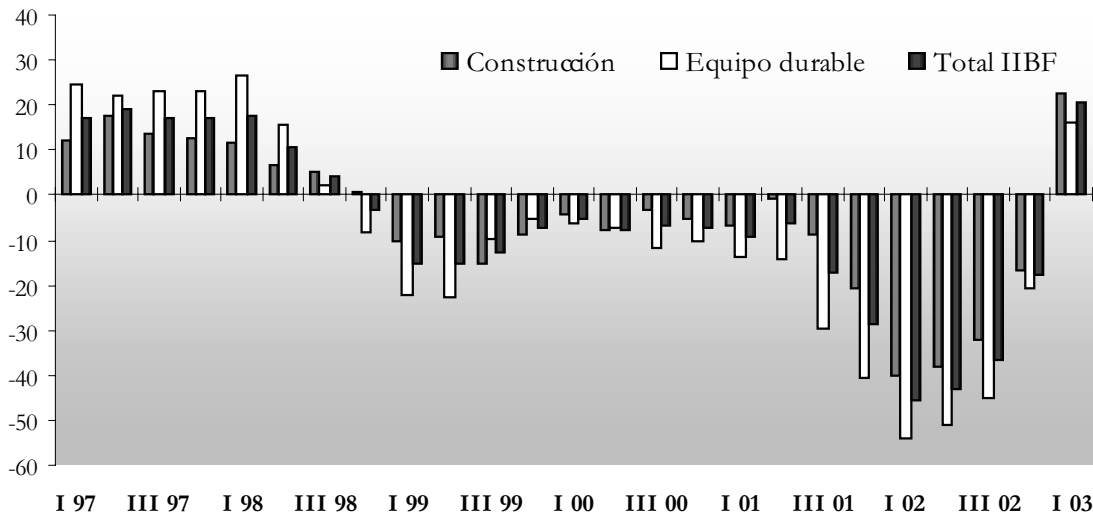
■ En el primer trimestre de 2003 la Inversión Interna Bruta Fija (IIBF) medida a precios constantes registró un importante incremento del 20,6% interanual, y revirtió así radicalmente la sucesión de caídas que venía manifestando desde el cuarto trimestre de 1998. Se destacan en este resultado las variaciones de la construcción (22,6%) y de la inversión en equipo durable importado (26,3%) (Cuadro 2.1).

El comportamiento seguido por el tipo de cambio, que implicó una apreciación de la moneda local del 11% en el primer trimestre con respecto al período anterior, alentó la recomposición de la inversión en bienes de capital importados. No obstante, la magnitud de la revaluación, comparándola con la exagerada depreciación desde el colapso del régimen de convertibilidad,

no quita incentivo a la utilización de equipo durable de origen nacional, que creció 11%.

Un elemento a destacar es la evolución interanual de los precios implícitos de los equipos nacionales e importados, que han tenido variaciones similares (57,5% y 62,8%) luego del salto devaluatorio. Por otra parte el límite a la inversión, en general, dependería que todavía no se han vuelto a alcanzar los niveles de producto bruto del año 2001, dada la moderada suba en el ingreso disponible (36% a valores corrientes) y la utilización de la capacidad instalada, que según datos de la consultora FIEL alcanzó a 64,6% en el primer trimestre. La lenta recuperación del crédito canalizado a través de los circuitos financieros convencionales opera en el mismo sentido.

**GRAFICO 2.1**  
Inversión Interna Bruta Fija a precios de 1993  
*Variaciones porcentuales interanuales*



**CUADRO 2.1**

Inversión Interna Bruta Fija a precios de 1993 (1)

A. En millones de Pesos

Concepto	2002				Año	2003
	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim		I Trim
<b>INVERSION BRUTA INTERNA</b>	<b>22.719</b>	<b>26.311</b>	<b>26.714</b>	<b>30.388</b>	<b>26.533</b>	<b>27.388</b>
<b>Equipo Durable de producción</b>	<b>7.061</b>	<b>8.235</b>	<b>8.028</b>	<b>9.675</b>	<b>8.250</b>	<b>8.188</b>
-Nacional	4.760	6.085	5.853	6.993	5.923	5.281
-Importado	2.301	2.150	2.175	2.682	2.327	2.906
<b>Maquinaria y Equipo</b>	<b>5.237</b>	<b>6.014</b>	<b>6.419</b>	<b>7.367</b>	<b>6.259</b>	s.d.
-Nacional (2)	3.634	4.806	4.839	5.709	4.747	4.217
-Importado	1.603	1.208	1.580	1.658	1.512	s.d.
<b>Material de Transporte</b>	<b>1.825</b>	<b>2.221</b>	<b>1.609</b>	<b>2.309</b>	<b>1.991</b>	s.d.
-Nacional	1.126	1.279	1.014	1.285	1.176	1.064
-Importado	699	942	595	1.024	815	s.d.
<b>Construcción (3)</b>	<b>15.658</b>	<b>18.076</b>	<b>18.686</b>	<b>20.713</b>	<b>18.283</b>	<b>19.200</b>

*B. Variación Porcentual respecto de igual período del año anterior*

Concepto	2002				Año	2003
	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim		I Trim
<b>INVERSION BRUTA INTERNA</b>	<b>-45,4</b>	<b>-43,0</b>	<b>-36,7</b>	<b>-17,9</b>	<b>-36,4</b>	<b>20,6</b>
<b>Equipo Durable de producción</b>	<b>-54,3</b>	<b>-51,2</b>	<b>-45,3</b>	<b>-20,5</b>	<b>-44,2</b>	<b>16,0</b>
-Nacional	-32,3	-21,1	-18,8	2,9	-17,6	11,0
-Importado	-72,6	-76,6	-70,8	-50,1	-69,4	26,3
<b>Maquinaria y Equipo</b>	<b>-54,5</b>	<b>-51,6</b>	<b>-40,9</b>	<b>-22,0</b>	<b>-43,4</b>	s.d.
-Nacional (2)	-29,1	-15,5	-7,0	8,7	-10,7	16,0
-Importado	-74,9	-82,1	-72,0	-60,4	-73,6	s.d.
<b>Material de Transporte</b>	<b>-53,6</b>	<b>-50,2</b>	<b>-57,8</b>	<b>-15,2</b>	<b>-46,7</b>	s.d.
-Nacional	-40,9	-36,8	-49,3	-16,7	-37,0	-5,4
-Importado	-65,6	-61,4	-67,1	-13,1	-56,3	s.d.
<b>Construcción (3)</b>	<b>-40,1</b>	<b>-38,3</b>	<b>-32,2</b>	<b>-16,6</b>	<b>-32,2</b>	<b>22,6</b>

(1).- Incluye el impuesto al Valor Agregado

(2).- Incluye elaboración de Equipo durable de producción por cuenta propia

(3).- Incluye prospección y exploración minera

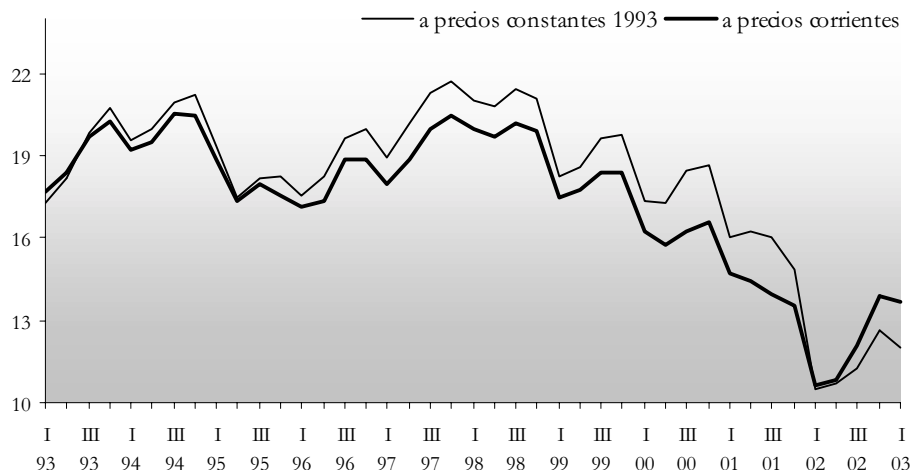
Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

Al igual que en el cuarto trimestre de 2002, la variación desestacionalizada de la IIBF contra el trimestre anterior volvió a mostrar un crecimiento significativo (10%), al igual que la tendencia suavizada (7,4%).

El mayor incremento relativo de la inversión en construcción determinó que este rubro alcance un máximo de participación en la inversión a valores constantes. En el primer trimestre, esta

actividad representó el 70,1% del total, luego de superar el récord anterior verificado en el año 2002. La influencia del tipo de cambio se percibió en la ganancia de participación del equipo importado, que de un mínimo histórico en 2002 (8,8% del total) recuperó casi 2 puntos porcentuales (10,6%), totalmente a expensas del nacional que se situó en 19,3% en el primer cuarto de 2003.

**GRAFICO 2.2**  
**Ratio Inversión Interna Bruta Fija / Producto Interno Bruto**  
*En %*

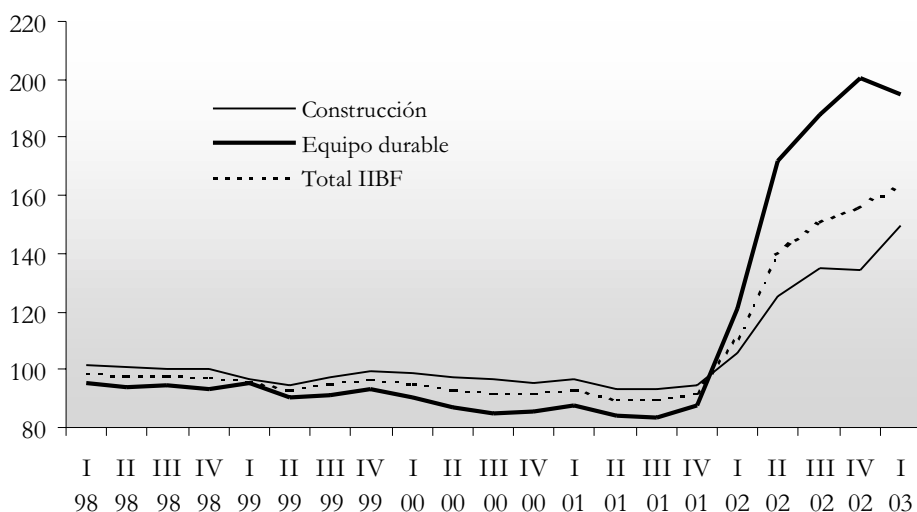


El cociente IIBF/PIB continuó recuperándose, luego de tocar valores mínimos durante el año anterior. A precios constantes se situó en 12%, mientras que el ratio de los corrientes resultó algo superior (13,7%) (Gráfico 2.2).

Medida a valores corrientes la inversión del primer trimestre alcanzó a \$ 44.745 millones (Cuadro 2.2), 78% superior a la de igual período de 2002, y aunque mayor que la del mismo

trimestre de los 3 años anteriores, no alcanza aún a exceder el promedio del año 2000. El menor incremento en los precios implícitos de la construcción (41,3%) explica el comportamiento que le ha permitido obtener un máximo en la participación sobre la IIBF total, y la amortiguación de los precios de los productos importados (62,8% interanual) también se ha visto reflejada en las compras de material externo<sup>1</sup>.

**GRAFICO 2.3**  
**Inversión Interna Bruta Fija**  
*Indice de precios implícitos 1993 = 100*



<sup>1</sup> Cabe mencionar que a diferencia de otros índices de precios, los correspondientes a los precios implícitos del PIB son de ponderaciones móviles, razón por la cual las variaciones para períodos distintos del año base pueden verse distorsionadas por los cambios en la canasta física de bienes.



## INVERSION

### CUADRO 2.2

#### Inversión Interna Bruta Fija (1)

Millones de Pesos corrientes

Concepto	2001		2002				2003	
	Año	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Año	I Trim	
<b>INVERSION BRUTA INTERNA</b>	<b>38.099</b>	<b>25.133</b>	<b>36.788</b>	<b>40.326</b>	<b>47.299</b>	<b>37.387</b>	<b>44.745</b>	
<b>Equipo Durable de producción</b>	<b>12.671</b>	<b>8.534</b>	<b>14.160</b>	<b>15.089</b>	<b>19.419</b>	<b>14.300</b>	<b>15.982</b>	
-Nacional	6.395	5.063	8.713	9.272	12.246	8.823	8.848	
-Importado	6.276	3.471	5.447	5.817	7.173	5.477	7.134	
<b>Maquinaria y Equipo</b>	<b>9.574</b>	<b>6.329</b>	<b>9.879</b>	<b>11.894</b>	<b>13.967</b>	<b>10.517</b>	<b>s.d.</b>	
-Nacional (2)	4.808	3.910	6.815	7.580	9.666	6.993	6.771	
-Importado	4.766	2.419	3.064	4.315	4.301	3.525	s.d.	
<b>Material de Transporte</b>	<b>3.096</b>	<b>2.205</b>	<b>4.281</b>	<b>3.194</b>	<b>5.452</b>	<b>3.783</b>	<b>s.d.</b>	
-Nacional	1.587	1.153	1.898	1.692	2.580	1.831	2.077	
-Importado	1.509	1.052	2.383	1.502	2.872	1.952	s.d.	
<b>Construcción (3)</b>	<b>25.428</b>	<b>16.599</b>	<b>22.628</b>	<b>25.237</b>	<b>27.880</b>	<b>23.086</b>	<b>28.763</b>	

(1).- Incluye impuesto al Valor Agregado.

(2).- Incluye elaboración de Equipo durable de producción por cuenta propia

(3).- Incluye prospección y exploración minera

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

El financiamiento de la inversión continúa siendo de origen totalmente interno, ya que el ahorro bruto nacional presenta un

exceso sobre la inversión real fija que sostiene, a su vez, la fuerte caída del ahorro externo (Cuadro 2.3).

### CUADRO 2.3

#### Ahorro-Inversión

En % del PIB

	Inversión Interna	Ahorro	Ahorro Bruto
	Bruta Fija	Externo	Nacional
<b>1993</b>	<b>19,06</b>	<b>3,45</b>	<b>16,24</b>
<b>1994</b>	<b>19,94</b>	<b>4,33</b>	<b>15,64</b>
<b>1995</b>	<b>17,94</b>	<b>2,01</b>	<b>16,49</b>
<b>1996</b>	<b>18,08</b>	<b>2,51</b>	<b>17,12</b>
<b>1997</b>	<b>19,37</b>	<b>4,18</b>	<b>16,65</b>
<b>1998</b>	<b>19,93</b>	<b>4,86</b>	<b>16,11</b>
<b>1999</b>	<b>18,01</b>	<b>4,20</b>	<b>13,67</b>
<b>2000</b>	<b>16,19</b>	<b>3,10</b>	<b>14,39</b>
<b>2001</b>	<b>14,18</b>	<b>1,65</b>	<b>13,96</b>
I Trim	14,74	4,62	12,07
II Trim	14,45	1,53	15,61
III Trim	13,97	0,99	14,56
IV Trim	13,51	-0,58	13,40
<b>2002</b>	<b>11,96</b>	<b>-8,97</b>	<b>19,80</b>
I Trim (*)	10,60	-4,86	12,52
II Trim (*)	10,85	-9,74	22,74
III Trim (*)	12,07	-10,14	20,39
IV Trim (*)	13,90	-8,57	20,56
<b>2003</b>			
I Trim (*)	13,69	-7,20	19,78

(\*) Datos provisorios

Fuente: Secretaría de Política Económica

### Construcción

La inversión en construcción experimentó en el primer trimestre de 2003 un fuerte incremento a valores constantes (22,6% interanual), luego de 4 años de caídas ininterrumpidas. En el caso de los valores corrientes la recuperación que se inició en el cuarto trimestre del año anterior se prolongó durante el primero de 2003 a un ritmo del 73%, teniendo en cuenta la evolución inflacionaria. Los datos de ventas y producción de varios insumos clave reflejaron este comportamiento, al igual que las escrituras anotadas en el Registro de la Propiedad Inmueble. Este movimiento no se correlaciona con lo ocurrido con los préstamos hipotecarios, que continuaron contrayéndose debido a la práctica desaparición de los denominados en moneda extranjera.

Durante el trimestre las ventas de los principales insumos mostraron variaciones interanuales positivas, luego de caídas muy pronunciadas el año anterior. Las alzas oscilaron entre el 117,7% correspondiente a la producción de cerámicos y el 3,5% regis-

**CUADRO 2.4**  
**Indicadores de inversión en Construcción (1)**  
 Ventas al mercado interno  
*Variación % respecto de igual período del año anterior*

Indicadores	2002				2003	
	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	Año	I Trim
Cemento	-37,8	-34,0	-23,6	-11,3	-27,4	20,8
Vidrios para la construcción	-32,6	-30,6	-24,9	-13,9	-25,9	24,3
Hierro redondo p/hormigón (2)	-39,5	-36,3	-35,5	25,8	-27,3	22,7
Tubos sin costura	-38,7	-28,3	-18,9	3,9	-21,7	30,0
Pinturas p/construcción (2)	-43,9	-34,8	-22,9	8,1	-23,3	58,8
Asfalto	-52,3	-53,5	-58,1	-53,5	-54,3	3,5
Cerámicos, pisos y revestimientos(2)	-56,6	-23,3	-9,3	10,7	-21,3	117,7

(1) Estimaciones sujetas a revisión

(2) Datos de producción.

Fuente: Secretaría de Política Económica

trado en las ventas de asfaltos. Salvo este último producto, el resto mostró crecimientos superiores al 20%, como fue el caso de pinturas (58,8%), hierro redondo para hormigón (22,7%), los despachos al mercado interno de cemento (20,8%), las ventas de tubos sin costura (30%) y las de vidrios (24,3%). (Cuadro 2.4). La mayor demanda de insumos, canalizada principalmente a través de los centros de distribución minorista, indica el predominio de obras de pequeña y mediana envergadura, con respecto a las viales y de infraestructura. La apertura del ISAC en bloques también muestra la reactivación de las construcciones petroleras. La utilización de bonos Boden 2012 ha tratado de suplantar la falta de financiamiento bancario dirigido a la construcción de viviendas nuevas o a la continuación de obras detenidas<sup>2</sup>.

El mercado de préstamos con garantía hipotecaria<sup>3</sup>, luego de la pesificación establecida a principios de 2002, siguió mostrando un aumento de los créditos pactados en pesos (67,2%) y la prác-

tica desaparición de los denominados en moneda extranjera (-99%), en un contexto en que el total de nuevos préstamos por todo concepto se contrajo 47,3% en el primer trimestre (Cuadro 2.5). Cabe mencionar que en el primer trimestre el monto de nuevos préstamos hipotecarios ascendió a sólo \$ 90 millones, bastante por debajo (-89,6%) de los \$ 863 millones otorgados en igual período de 2001.

Con respecto al stock de créditos se notó una baja, a fines de marzo, tanto en los totales como en los hipotecarios, y dentro de éstos, los destinados a la vivienda en ambas monedas, tanto con relación a igual mes de 2002, como con respecto a diciembre. A fines del primer trimestre el total de los hipotecarios pactados en pesos alcanzó un nivel de \$ 10.699,8 millones, de los cuales el 48,8% se destinaba a la vivienda. En el caso de los concertados en dólares (\$ 76 millones) esa proporción llegaba sólo al 3,3%, dado que la pesificación se concentró en este tipo de préstamos.

<sup>2</sup> Resolución 670/02 y sus modificatorias las Resoluciones 169/03, 14/03 y 26/03.

<sup>3</sup> La fuente de información es la encuesta implementada por el BCRA mediante la Com. "A" 2097, que a partir de junio de 1993 recaba estadísticas de las tasas de interés activas por tipo de operatividad y de los montos transados mensualmente.

**CUADRO 2.5**

Otorgamiento de préstamos hipotecarios y totales (1)

Variaciones porcentuales interanuales

Período	Préstamos Hipotecarios			Préstamos Totales		
	Pesos	Dólares	Total	Pesos	Dólares	Total
<b>1995</b>	-24,1	-33,9	-32,5	-15,8	-3,8	-12,1
<b>1996</b>	-27,4	42,6	31,2	-5,7	-2,3	-4,6
<b>1997</b>	59,0	19,7	23,2	25,4	6,5	18,8
<b>1998</b>	-14,9	0,0	-1,8	13,3	17,7	14,7
<b>1999</b>	-17,4	-29,3	-28,1	-4,1	0,0	-2,8
<b>2000</b>	-45,5	17,4	10,1	-11,6	-16,1	-13,1
<b>2001</b>	-53,2	-24,8	-26,4	-20,5	14,6	-9,3
<b>2002</b>	253,8	-99,2	-85,5	19,7	-86,2	-16,0
I Trim	58,4	-97,7	-89,2	17,2	-39,0	19,8
II Trim	187,9	-100,0	-89,7	7,1	-97,1	-23,6
III Trim	421,5	-99,8	-81,9	25,7	-97,7	-24,8
IV Trim	553,4	-99,9	-76,3	36,5	-97,8	-35,5
<b>2003</b>						
I Trim	67,2	-99,0	-3,8	-24,3	-96,2	-47,3

(1) Sobre la base de los montos mensuales otorgados por el conjunto del sistema financiero según Com."A" 2097, a valores corrientes.  
Fuente: Banco Central de la República Argentina.

En el primer trimestre de 2003 el número de escrituras anotadas en el Registro de la Propiedad Inmueble de la Ciudad de Buenos Aires alcanzó a 18.678, lo que implicó un incremento del 38,9% interanual. Aunque en los meses subsiguientes las variaciones anuales fueron negativas (-29% y -38,4% en los meses de abril y mayo, respectivamente), cabe mencionar que en los meses de abril y mayo de 2002 la serie mensual había mostrado incrementos inusuales del 45% y 65% a continuación de fuertes bajas anteriores (Cuadro 2.6).

Los permisos de edificación para obras privadas<sup>4</sup> manifestaron un notorio repunte en el primer trimestre (36,2% de crecimiento interanual) y la mejora se aceleró en abril (42,6%) y mayo (106,9%) (Cuadro 2.7). El Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC), por su parte, también presentó un sensible incremento en el trimestre (35,5%) que se pro-

fundizó en abril (38,5%) y mayo (35,3%) aunque sin restablecer los niveles de 2001. La serie desestacionalizada mostró un alza en abril de 6,2% con respecto al mes anterior, pero en mayo se contrajo 0,5%. Las perspectivas para el mes de junio (contenidas en la Encuesta Cualitativa de la Construcción) se mantuvieron estables. En el sector de empresas que se dedican a obras públicas el saldo de respuestas sobre el nivel de actividad fue positivo, y estiman que el aumento se deberá a los nuevos planes de obras anunciados.

En las empresas que realizan principalmente obras privadas, en cambio, el saldo fue negativo, y la opinión manifestada se debería a la caída en la actividad económica. Con respecto al personal ocupado también difieren ambos grupos de empresarios. En el caso de las obras privadas se esperan reducciones (el 26,3% de los encuestados) y en cambio, en las obras públicas, los que

<sup>4</sup> 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.

**CUADRO 2.6**

Escrituras anotadas en el registro de la Propiedad Inmueble de la Ciudad de Buenos Aires

Período	Cantidad	Variación % interanual
<b>1996</b>	<b>91.011</b>	<b>n.d.</b>
<b>1997</b>	<b>103.887</b>	<b>14,1</b>
<b>1998</b>	<b>107.184</b>	<b>3,2</b>
<b>1999</b>	<b>93.821</b>	<b>-12,5</b>
<b>2000</b>	<b>90.625</b>	<b>-3,4</b>
<b>2001</b>	<b>79.760</b>	<b>-12,0</b>
Enero	9.185	15,0
Febrero	5.730	-3,1
Marzo	6.296	-12,0
Abril	6.397	-3,5
Mayo	7.504	-2,9
Junio	6.933	-3,4
Julio	7.346	-6,8
Agosto	7.171	-7,2
Septiembre	5.650	-27,3
Octubre	5.947	-26,3
Noviembre	6.460	-23,3
Diciembre	5.141	-37,2
<b>2002</b>	<b>82.662</b>	<b>3,6</b>
Enero	6.241	-32,1
Febrero	3.249	-43,3
Marzo	3.958	-37,1
Abril	9.298	45,3
Mayo	12.434	65,7
Junio	6.331	-8,7
Julio	6.756	-8,0
Agosto	6.524	-9,0
Septiembre	6.555	16,0
Octubre	7.364	23,8
Noviembre	7.003	8,4
Diciembre	6.949	35,2
<b>2003</b>		
Enero	8.605	37,9
Febrero	4.738	45,8
Marzo	5.335	34,8
Abril	6.604	-29,0
Mayo	7.655	-38,4

Fuente: Registro de la Propiedad Inmueble.

esperan un aumento superan a los que prevén una caída. Sobre las necesidades crediticias, que la mayoría canaliza a través del

**CUADRO 2.7**

Superficie a construir registrada por los permisos de edificación (1)

Período	Superficie cubierta en m2	Variaciones % interanuales
<b>1997</b>	<b>6.910.356</b>	<b>15,5</b>
<b>1998</b>	<b>7.792.758</b>	<b>12,8</b>
<b>1999</b>	<b>6.532.864</b>	<b>-16,2</b>
<b>2000</b>	<b>6.290.146</b>	<b>-3,7</b>
<b>2001</b>	<b>4.995.156</b>	<b>-20,6</b>
I Trim	1.413.974	9,3
II Trim	1.403.153	-1,7
III Trim	1.293.503	-26,5
IV Trim	884.526	-51,1
<b>2002</b>	<b>2.113.444</b>	<b>-57,7</b>
I Trim	600.247	-57,5
II Trim	693.250	-50,6
III Trim	819.947	-36,6
IV Trim	901.655	1,9
<b>2003</b>		
I Trim	817.549	36,2
Abril	338.411	42,6
Mayo	446.068	106,9

(1) Para obras privadas en una nómina de 42 municipios distribuidos en todo el país. Comprende construcciones nuevas y ampliaciones.

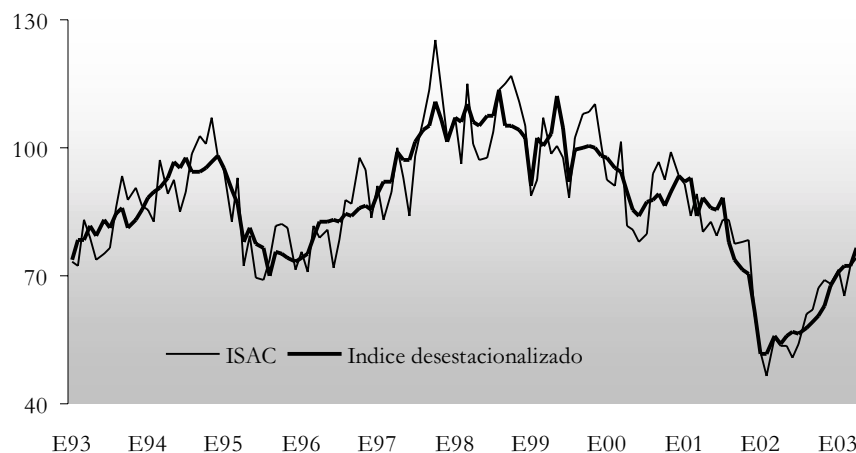
Fuente: INDEC

sistema bancario, el 50% de los que se dedican a obras privadas y el 46,9% de los que realizan obras públicas expresó que no tomarán créditos en el período. Por su parte los que reciben créditos lo orientarán principalmente a la adquisición de bienes de capital y al pago de salarios, en el ámbito de las obras públicas, y al desarrollo de nuevos proyectos de inversión y compra de bienes de capital en el área de las obras privadas.

### Equipo Durable de Producción de Origen Nacional

Por segundo trimestre consecutivo la inversión en equipo de producción de origen nacional a valores constantes mostró una variación positiva (11%), y lo mismo ocurrió al considerarlos a valores corrientes (74,8%). Al igual que en el trimestre precedente, el alza se debió a la incorporación de maquinaria y equipo (16%), ya que el material de transporte continuó afectado

**GRAFICO 2.4**  
Indicador Sintético de Actividad de la Construcción  
Indice 1997 = 100



(-5,4% interanual) por la crisis del sistema financiero, que conllevó la contracción del crédito y el deterioro del mercado interno.

**Automotores.** En el primer trimestre las ventas al mercado interno de material rodante de producción nacional continuaron disminuyendo pero a un ritmo más suave que en períodos anteriores, atribuible a las ventas de automóviles, que disminuyeron 32,2% interanual. Las ventas en este período tocaron un mínimo histórico, y no llegan al 12% de las unidades comercializadas en 1994. Por su parte, las ventas de vehículos de carga y pasajeros se recuperaron 4,8%, y las de utilitarios se mantuvieron prácticamente sin cambios (0,1%). En los 2 meses siguientes las ventas de automóviles siguieron disminuyendo (-22,5% interanual), y volvieron a contraerse las de vehículos de carga

(-44,4%). En cambio, se produjo una notable alza en el segmento de utilitarios (60,9%), que todavía no recobra los niveles previos a 2001.

### Equipo Durable de Producción Importado

La inversión en bienes de capital importados, medida a precios constantes, se recuperó notoriamente (26,3%) pero se mantiene aún en niveles reducidos. A valores corrientes, la variación tan elevada (105,5%) sigue influida por el salto en el tipo de cambio. No obstante, la apreciación cambiaria a partir del último trimestre del año anterior implicó una reanudación de las compras externas de equipo, permitió a la autoridad monetaria la flexibilización de las normas sobre pagos al exterior de importaciones y se restableció la vigencia del Régimen de Importación de Líneas de producción usadas<sup>5</sup>.

### CUADRO 2.8

#### Algunos indicadores de inversión en equipo de transporte nacional (1)

Ventas de unidades al mercado interno - Variación % respecto de igual período del año anterior

Indicadores	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002				2003	
							I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim		Año
Automotores:												
Automóviles	-4,6	5,3	-7,8	-6,7	-14,9	-51,4	-51,7	-45,2	-64,6	-41,8	-51,6	-32,2
Utilitarios	-12,5	5,0	50,7	39,0	-17,0	-42,2	-27,1	-53,5	-63,5	-35,2	-46,0	0,1
Carga y pasajeros	36,4	28,1	-11,6	-11,5	-22,9	-52,0	-65,0	-46,9	-83,7	-45,2	-61,1	4,8

(1) Estimaciones sujetas a revisión

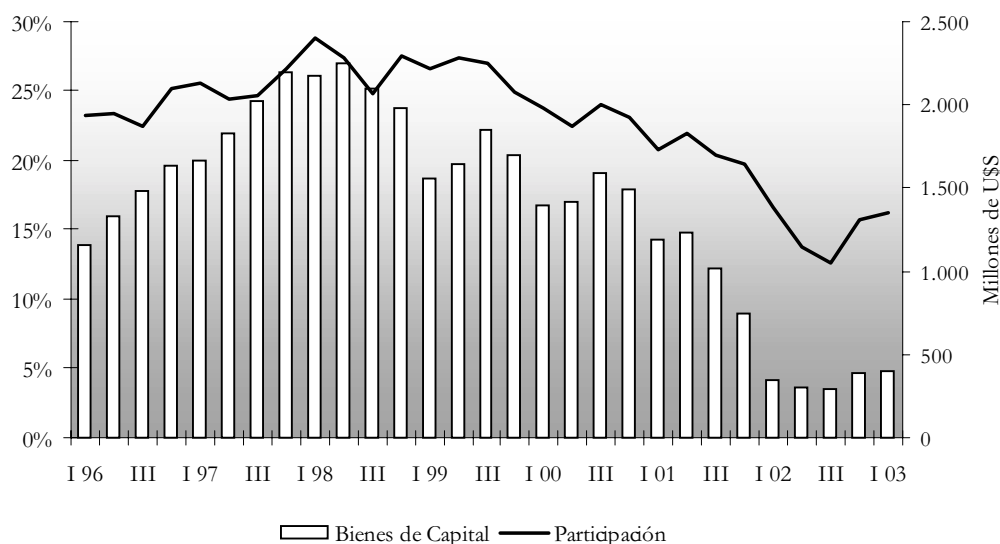
Fuente: Secretaría de Política Económica sobre la base de datos de ADEFA.

<sup>5</sup> Resolución Conjunta 157 y 255/03 de los Ministerios de Producción y de Economía.

## INVERSION

**GRÁFICO 2.5**

Importaciones de bienes de capital y su participación en el total  
*Evolución trimestral*



En el trimestre analizado las compras externas de equipo alcanzaron un valor de U\$S 404,7 millones, equivalentes al 16,2% del total de importaciones. El monto importado fue 18,1%

superior al del año anterior, resultante de un importante incremento en las cantidades (26,4%) y una baja del 6,7% en los precios<sup>6</sup> (Gráfico 2.5).

**CUADRO 2.9**

Importaciones de bienes de capital por sector productivo (1)

	I Trim 2002		I Trim 2003		Variac. % 2003/02
	Miles de U\$S	Partic.%	Miles de U\$S	Partic.%	
<b>Total importaciones</b>	<b>342.666</b>	<b>100,0</b>	<b>404.723</b>	<b>100,0</b>	<b>18,1</b>
Agro	8.444	2,5	45.329	11,2	436,8
Industria Manufacturera	148.324	43,3	120.367	29,7	-18,8
Electricidad, gas y agua	32.471	9,5	30.793	7,6	-5,2
Construcción	22.276	6,5	42.448	10,5	90,6
Transporte	57.151	16,7	95.944	23,7	67,9
Comercio, banca y seguros	25.955	7,6	29.220	7,2	12,6
Comunicaciones	24.955	7,3	18.669	4,6	-25,2
Salud	12.925	3,8	13.153	3,2	1,8
Investigación	2.222	0,6	2.713	0,7	22,1
Minería	2.275	0,7	866	0,2	-61,9
Resto sin clasificar	5.667	1,7	5.222	1,3	-7,9

(1) Cifras sujetas a revisión

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

<sup>6</sup> Cabe recordar que esta variación de los precios está influida por las ponderaciones móviles que varían según el patrón del comercio en cada momento, dada la forma de cálculo del índice por el INDEC, que es del tipo Paasche.

En los Cuadros 2.9 y 2.10 se detallan las importaciones, a valores corrientes, de bienes de capital por sectores de destino, correspondientes a los primeros trimestres de los años 2002 y 2003<sup>7</sup>. De allí se pueden obtener las siguientes conclusiones:

- Las importaciones totales de bienes de capital, a precios corrientes y a valor CIF aumentaron 18,1% interanual, registrándose los mayores incrementos de las adquisiciones en los sectores de agro (436,8%), construcción (90,6%) y transporte (67,9%).

- Las compras efectuadas por el sector de mayor peso, la industria manufacturera, sin embargo, se redujeron 18,8%, y provocó que la participación de este sector en el total de bienes de capital importados pase de 43,3% a 29,7%. Apesar que a nivel de los rubros considerados hubo una ligera ventaja de los sectores que incrementaron sus importaciones, el resultado total se debió principalmente a las inferiores compras de aparatos mecánicos para proyectar, dispersar o pulverizar materias líquidas o en polvo (-75,5%), máquinas y aparatos mecánicos para la industria del caucho y materiales plásticos artificiales (-74%), máquinas y aparatos para limpiar o secar botellas y otros recipientes (-68,1%) y otras máquinas y aparatos mecánicos que tengan funciones especiales n.e.p. (-48,1%). Crecieron, en cambio, las incorporaciones de equipos de oficina y cálculo y maquinaria n.e.p. (47,5%), y maquinaria para molinería y demás maquinaria para el tratamiento de cereales y legumbres secas, con exclusión de maquinaria tipo rural (701,7%).

- El excepcional incremento en las importaciones del Agro (436,8%) se asentó en las mayores compras de segadoras-trilladoras (2.201,2%) y tractores de rueda (2.811,7%).

- También en el sector de Transporte se registraron fuertes aumentos porcentuales dada la abrupta caída de las compras externas en el transcurso del año precedente. Fue así que se anotaron

incrementos del 936,3% en buques cisterna, de 122,5% en los vehículos automotores para el transporte de mercancías o materiales y del 663% en los recipientes de hierro o de acero para gas comprimido y licuado. La incorporación de aeronaves de más de 15.000 kg, en cambio, sufrió una acusada baja de 56,2%.

- En el sector de la Construcción se han destacado las compras de bombas y compresores de aire (106,7%), instrumentos no eléctricos de topografía, hidrografía, meteorología (1.209,7%) y perforadoras y máquinas ahoyadoras no autopropulsadas (563,7%).

- La principal disminución en el monto importado se produjo en el sector de Comunicaciones (6.286 miles de dólares menos que en igual período de 2002), de modo que continuó decayendo su participación hasta alcanzar el 4,6% en el primer trimestre de 2003. Se observaron menores compras de otros aparatos para sistemas de transmisión por línea con onda portadora (-4.697 miles de dólares) y de máquinas rotativas de imprimir (-3.537 miles de dólares). Por su parte el principal rubro importado, el de los transmisores y transmisores-receptores de televisión, radio, radiotelegrafía y radiofonía, mantuvo su participación en el total, al crecer en igual proporción que el total de bienes de capital.

- En el incremento del sector Comercio, banca y seguros (12,6%) incidió básicamente el comportamiento de los equipos de oficina, cálculo y maquinaria, cuyas importaciones resultaron 47,5% superiores a las del año anterior, mientras que las de cajas registradoras tuvieron una brusca disminución del 99,2%.

- La reducida variación detectada en los sectores de Electricidad, gas y agua (-5,2%) surge de una profunda baja en la incorpora-

<sup>7</sup> Las cifras aquí presentadas y las del comunicado de prensa que elabora el INDEC no coinciden exactamente porque en el primer caso se considera sólo la información recibida hasta el momento, mientras que en el mencionado comunicado se estima la información faltante.



ción de transformadores de dieléctrico líquido (-97,9%), compensada parcialmente con un incremento de los instrumentos y aparatos no eléctricos para medir, comprobar o controlar el flujo de gases importados (41,3%).

- En el área de Salud, también la pequeña variación positiva (1,8%) se debió a una contracción de las importaciones de ins-

trumentos y aparatos de medicina, cirugía y veterinaria (-5,3%) simultáneamente con un alza en las compras de camiones y furgones para usos especiales (233,7%).

- En el sector de Investigación la mayor demanda de los equipos de oficina y cálculo y de instrumentos de control y medición (47,5%) incrementó el total sectorial en un 22,1%.

### Observaciones a los Cuadros 2.9 y 2.10

Las cifras de los primeros trimestres de los años 2002 y 2003 fueron provistas por el INDEC en el Sistema Armonizado (6 dígitos), efectuándose la conversión a la Clasificación Uniforme para el Comercio Internacional (CUCI). A su vez, para facilitar la identificación del destino, se procedió a compatibilizar toda la serie con la Clasificación Internacional Industrial Uniforme (CIIU) Rev. 2.

Los rubros identificables a partir de su descripción y naturaleza alcanzan a 77,5% y 78,2% del valor importado en los primeros trimestres de los años 2002 y 2003, respectivamente. Esto im-

plica que se debió asignar indirectamente menos de un cuarto del valor importado, correspondiente a posiciones de uso difundido, básicamente: máquinas de oficina, equipos de informática, bombas de distinto tipo (excepto para el expendio de combustibles), herramientas de mano, máquinas para el filtrado, carretillas, grupos electrógenos, instrumentos de medición, tambores, depósitos y cisternas. Para esa asignación se adjudicaron coeficientes estimados de participación de los sectores usuarios en el destino de cada tipo de posiciones difundidas, sobre la base de la participación que surge de la matriz de importaciones de 1984 y, en el caso de equipos de informática, a la respuesta dada por empresas proveedoras.

**CUADRO 2.10**  
**Importaciones de bienes de capital - Primer trimestre**  
*Miles de dólares*

	2002		2003		Var. 03/02
	Monto	Partic. %	Monto	Partic. %	%
<b>Total General</b>	<b>342.666</b>	<b>100,00</b>	<b>404.723</b>	<b>100,00</b>	<b>18,1</b>
<b>Agro</b>	<b>8.444</b>	<b>2,46</b>	<b>45.329</b>	<b>11,20</b>	<b>436,8</b>
Ganado bovino vivo p/ reproducción.	11	0,00	69	0,02	539,9
Arados.	0	0,00	0	0,00	-
Sembradoras, plantadoras, transplantadoras, distribuidoras de fertilizantes y esparcidoras de abonos.	32	0,01	65	0,02	104,9
Escarificadoras, cultivadoras, desbrozadoras y gradas.	12	0,00	51	0,01	322,6
Otras máquinas agrícolas y hortícolas, p/cultivar o preparar la tierra, rodillos p/céspedes y terrenos de deportes.	9	0,00	47	0,01	424,3
Segadoras - trilladoras.	1374	0,40	31621	7,81	2201,2
Otras máquinas cosechadoras y trilladoras, segadoras (excepto cortadoras de césped) prensa p/ paja y forraje.	1740	0,51	3189	0,79	83,3
Aventadoras y máquinas similares p/ la limpieza de semillas, granos o legumbres secas y seleccionadoras de huevos, frutas y otros productos agrícolas.	923	0,27	490	0,12	-46,9
Máquinas p/ ordeñar.	85	0,02	39	0,01	-54,4
Otras máquinas y aparatos de lechería n.e.p.	2500	0,73	39	0,01	-98,4
Otras máquinas y aparatos p/ la agricultura, horticultura, avicultura y apicultura.	707	0,21	144	0,04	-79,6
Tractores de rueda.	299	0,09	8692	2,15	2811,7
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	354	0,10	523	0,13	47,5
Herramientas de mano.	48	0,01	42	0,01	-13,5
Bombas aspirantes, centrifugas y elevadoras de líquidos.	303	0,09	305	0,08	0,7
Grupos electrógenos c/ motores de combustión interna c/ émbolo.	46	0,01	12	0,00	-74,0
<b>Industria Manufacturera</b>	<b>148.324</b>	<b>43,29</b>	<b>120.367</b>	<b>29,74</b>	<b>-18,8</b>
Sierras de mano (no mecánicas) y hojas p/ sierras de mano y mecánicas.	73	0,02	16	0,00	-78,0
Herramientas de mano, lámparas de soldar, yunques, prensas de mano, etc.	796	0,23	520	0,13	-34,6
Calderas generadoras de vapor de agua o de vapores de otras clases (excepto p/ calefacción central).	315	0,09	27	0,01	-91,4
Aparatos auxiliares p/ calderas generadoras de vapor, condensadores p/ máquinas de vapor y grupos motores.	30	0,01	45	0,01	51,6
Partes y piezas, n.e.p.de turbinas de vapor	173	0,05	68	0,02	-60,6
Motores de combustión interna.	1.408	0,41	1.464	0,36	4,0
Motores y generadores de corriente continua.	1.010	0,29	988	0,24	-2,3
Motores eléctricos excepto de corriente continua.	4.722	1,38	5.588	1,38	18,4
Generadores de corriente alterna.	1.048	0,31	78	0,02	-92,6
Otros grupos electrógenos.	2.452	0,72	93	0,02	-96,2
Prensas, estrujadoras y demás aparatos empleados en vinicultura, sidrería, preparación de jugos de frutas e industrias similares.	553	0,16	2.077	0,51	275,5
Máquinas de coser.	350	0,10	680	0,17	94,1
Máquinas y aparatos para el hilado de materias textiles, sintéticas y artificiales.	12	0,00	6	0,00	-47,5
Máquinas y aparatos para la preparación de materias textiles, sintéticas y artificiales n.e.p.	186	0,05	206	0,05	10,5
Máquinas para la hilatura y el retorcido de materias textiles, máquinas p/ bobinar (incluidas las canilleras) y devanar materias textiles.	1.029	0,30	1.697	0,42	64,9
Telares.	265	0,08	816	0,20	207,6

## INVERSION

### CUADRO 2.10 (Cont. 1)

#### Importaciones de bienes de capital - Primer trimestre

Miles de dólares

	2002		2003		Var. 03/02 %
	Monto	Partic. %	Monto	Partic. %	
Máquinas de tejer.	444	0,13	652	0,16	46,9
Máquinas p/ hacer géneros de punto, tules, bordados, pasamanería y mallas, aparatos y máquinas p/ preparar hilados.	1.184	0,35	192	0,05	-83,8
Máquinas y aparatos p/ la fabricación y el acabado de fieltro, incluidas las máquinas p/ sombrerería y sus hormas.	31	0,01	3	0,00	-90,0
Secadoras industriales (excepto los subgrupos 741.6 y 743.5)	33	0,01	34	0,01	0,8
revestimiento de hilados, tejidos y manufacturas textiles, aparatos p/ cortar, plegar o enrollar tejidos etc.	457	0,13	695	0,17	51,9
Máquinas y aparatos p/ preparar, curtir y trabajar pieles y cueros y sus partes n.e.p.	3.273	0,96	1.598	0,39	-51,2
Máquinas p/ fabricar pulpa celulósica.	181	0,05	173	0,04	-4,3
Máquinas p/ fabricar o preparar papel o cartón.	0	0,00	191	0,05	-
Máquinas y aparatos p/ trabajar pasta de papel, papel y cartón, incluidas las cortadoras de toda clase.	359	0,10	760	0,19	111,7
Máquinas p/ fundir y componer caracteres de imprenta, máquinas, aparatos y material p/ clisar de estenotipia y análogos.	254	0,07	0	0,00	-100,0
Otras máquinas impresoras.	177	0,05	706	0,17	299,0
Máquinas auxiliares de imprenta.	114	0,03	7	0,00	-94,2
Máquinas y aparatos p/ encuadernar.	785	0,23	40	0,01	-94,9
Maquinaria p/ molinería y demás maquinaria p/ tratamiento de cereales y legumbres secas, c/ exclusión de maquinaria tipo rural.	459	0,13	3.682	0,91	701,7
Maquinarias y aparatos mecánicos p/ la industria de grasas y aceites animales y vegetales.	199	0,06	162	0,04	-18,3
Máquinas y aparatos n.e.p. usados p/ la industria de bebidas y alimentos: confitería, panadería, pastas, elaboración de chocolates, carnes, pescados, legumbres, y p/ la industria cervecera y azucarera.	2.670	0,78	1.905	0,47	-28,6
Máquinas y herramientas p/ el trabajo de la piedra, productos cerámicos, hormigón, fibrocemento y otras materias minerales análogas y p/ el trabajo en frío del vidrio.	59	0,02	98	0,02	65,4
Máquinas y herramientas p/ el trabajo de corcho, madera, hueso, ebonita, materias plásticas artificiales y otras materias duras análogas.	1.205	0,35	923	0,23	-23,3
Máquinas y aparatos p/ aglomerar, moldear o configurar combustibles minerales sólidos, pastas cerámicas, cemento, yeso, u otras materias minerales en polvo o en pasta.	0	0,00	416	0,10	-
Máquinas p/ trabajar el vidrio, máquinas p/ el montaje de lámparas, tubos y válvulas eléctricas electrónicas y similares y sus partes n.e.p.	0	0,00	0	0,00	-
artificiales.	8.360	2,44	2.173	0,54	-74,0
Máquinas y aparatos mecánicos p/ industria tabacalera, n.e.p.	73	0,02	231	0,06	218,3
Máquinas y aparatos mecánicos p/ el tratamiento de la madera.	1.059	0,31	0	0,00	-
Máquinas y aparatos mecánicos p/ el tratamiento de metales o carburos mecánicos.	652	0,19	714	0,18	9,4
Otras máquinas y aparatos mecánicos que tengan funciones especiales, n.e.p.	9.539	2,78	4.953	1,22	-48,1
Parte y piezas de máquinas para trabajar caucho o plástico.	157	0,05	57	0,01	-63,4
Máquinas herramientas para el trabajo de materiales por remoción de material	18	0,01	244	0,06	1221,7
Máquinas y herramientas p/ trabajar metales y carburos metálicos.	10	0,00	325	0,08	3004,3
Máquinas p/ tallar engranajes.	0	0,00	117	0,03	-
Tornos para trabajar metales.	369	0,11	1.986	0,49	438,8
Escariadoras o fresadoras.	93	0,03	1.386	0,34	1387,5

## INVERSION

**CUADRO 2.10 (Cont. 2)**  
**Importaciones de bienes de capital - Primer trimestre**  
*Miles de dólares*

	2002		2003		Var. 03/02
	Monto	Partic. %	Monto	Partic. %	%
Perforadoras y taladradoras p/ trabajar metales.	42	0,01	352	0,09	732,2
Máquinas de aserrar para trabajar metales.	59	0,02	741	0,18	1160,3
Cepilladoras p/ trabajar metales.	0	0,00	0	0,00	-
Aterrajadoras y máquinas p/ cortar tornillos.	43	0,01	2	0,00	-94,6
Afiladoras, limadoras, pulidoras, amoladoras, etc.	2.362	0,69	216	0,05	-90,9
Máquinas p/ forjar, estampar y trabajar metales.	49	0,01	24	0,01	-50,9
Máquinas p/ curvar, doblar, enderezar, conformar y trabajar metales.	893	0,26	151	0,04	-83,1
Máquinas p/ cizallar, dentar, punzonar y trabajar metales.	337	0,10	149	0,04	-55,8
Otras prensas p/ trabajar metales.	1.437	0,42	25	0,01	-98,3
Otras máquinas-herramientas p/ trabajar metales o carburos metálicos.	1.516	0,44	3.120	0,77	105,8
Portapiezas y cabezales de roscar.	190	0,06	339	0,08	78,2
Convertidores, calderas de colada, lingoteras y máquinas de colar y moldear p/ acería, fundición y metalurgia.	1.133	0,33	78	0,02	-93,1
Laminadores.	1	0,00	91	0,02	15231,0
Máquinas y aparatos de gas p/ soldar, cortar y p/ temple superficial y sus partes.	4	0,00	10	0,00	150,0
Máquinas y aparatos eléctricos para soldar.	598	0,17	1.046	0,26	75,0
Hornos eléctricos industriales y de laboratorio (tratamientos térmicos por inducción o por pérdidas dieléctricas) y sus partes, n.e.p.	85	0,02	645	0,16	658,5
Hornos industriales y de laboratorios, no eléctricos y sus partes n.e.p.	230	0,07	267	0,07	16,2
Refrigeradores y equipos de refrigeración (eléctricos y de otro tipo), excluidos los del tipo doméstico.	4.085	1,19	2.253	0,56	-44,9
Aparatos y dispositivos para el tratamiento de materias que impliquen un cambio de temperatura.	8.922	2,60	8.380	2,07	-6,1
Centrifugadoras.	754	0,22	1.266	0,31	68,0
Partes de las centrifugadoras y de las máq. y aparatos para la depuración de líquidos.	0	0,00	0	0,00	-
Calandrias y laminadores, excepto los laminadores p/ metales y las máquinas p/ laminar el vidrio; cilindros p/ dichas máquinas, y sus partes.	643	0,19	170	0,04	-73,6
Máquinas y aparatos para limpiar o secar botellas y otros recipientes.	7.751	2,26	2.470	0,61	-68,1
Aparatos e instrumentos para pesar, incluidas las básculas y balanzas p/ comprobación de piezas fabricadas, con exclusión de las balanzas sensibles a un peso inf. a 5 cg.	1.356	0,40	367	0,09	-72,9
Aparatos mecánicos p/ proyectar, dispersar o pulverizar materias líquidas o en polvo.	13.073	3,82	3.200	0,79	-75,5
Máquinas automáticas para la venta.	132	0,04	0	0,00	-
Cajas de fundición, moldes y copillas p/ metales.	4.247	1,24	3.901	0,96	-8,2
Herramientas y máquinas-herramientas electromecánicas (con motor incorporado), de uso manual y sus partes.	1.719	0,50	0	0,00	-
Máquinas y aparatos eléctricos con funciones especiales	0	0,00	899	0,22	-
Otras máquinas y aparatos eléctricos con funciones especiales	4.096	1,20	4.225	1,04	3,1
Electroimanes, imanes permanentes, imantados o no, etc.; embragues, cambios de velocidad y frenos electromagnéticos.	310	0,09	701	0,17	126,0
Pesqueros de arrastre y buques de pesca, fábricas flotantes y barcos.	9.315	2,72	12.062	2,98	29,5
Máquinas y aparatos no eléctricos p/ ensayos mecánicos.	174	0,05	376	0,09	115,8
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	8.857	2,58	13.066	3,23	47,5
Herramientas de mano.	436	0,13	377	0,09	-13,5
Bombas aspirantes, centrifugas y elevadoras de líquidos.	6.974	2,04	7.024	1,74	0,7
Máquinas y aparatos p/ el filtrado o la depuración de líquidos o gases.	6.499	1,90	5.703	1,41	-12,3
Carretillas, montacargas y demás aparatos p/transportar mercancías.	7.383	2,15	3.600	0,89	-51,2
Grupos electrógenos c/ motores de combustión interna c/ émbolo .	877	0,26	228	0,06	-74,0
Instrumentos de control y medición.	2.096	0,61	2.301	0,57	9,8
Depósitos, cisternas, bidones, tambores, etc.	3.009	0,88	1.753	0,43	-41,7

**CUADRO 2.10 (Cont.3)**

Importaciones de bienes de capital - Primer trimestre

Miles de dólares

	2002		2003		Var. 03/02
	Monto	Partic. %	Monto	Partic. %	%
<b>Electricidad, gas y agua</b>	<b>32.471</b>	<b>9,48</b>	<b>30.793</b>	<b>7,61</b>	<b>-5,2</b>
Convertidores rotativos.	1	0,00	0	0,00	-
Otras máquinas y motores hidráulicos.	899	0,26	1.214	0,30	35,1
Gasógenos y generadores de gas de agua o gas pobre, c/ o sin depuradores, generadores de acetileno, y análogos s/ depuradores, partes y piezas n.e.p. de generadores de gas.	7	0,00	3	0,00	-52,5
Transformadores de dieléctrico líquido.	7.642	2,23	157	0,04	-97,9
Otros transformadores eléctricos.	1.392	0,41	668	0,17	-52,0
Convertidores estáticos, rectificadores y aparatos rectificadores.	3.976	1,16	4.974	1,23	25,1
Bobinas de reacción de autoinducción.	699	0,20	629	0,16	-10,0
Condensadores eléctricos, fijos o variables.	1.283	0,37	1.238	0,31	-3,5
Medidores de suministro y producción de gases, líquidos y electricidad, medidores p/ calibrarlos.	773	0,23	964	0,24	24,7
Instrumentos y aparatos no eléctricos para medir, comprobar o controlar el flujo de gases.	7.629	2,23	10.777	2,66	41,3
Otros instrumentos y aparatos para medir o verificar cantidades eléctricas.	55	0,02	90	0,02	63,2
Instrumentos y aparatos electrónicos para medir o detectar radiaciones ionizantes.	29	0,01	336	0,08	1056,1
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	3.897	1,14	5.749	1,42	47,5
Herramientas de mano.	77	0,02	67	0,02	-13,5
Bombas aspirantes, centrífugas y elevadoras de líquidos.	1.011	0,29	1.018	0,25	0,7
Máquinas y aparatos p/ el filtrado o la depuración de líquidos o gases.	844	0,25	741	0,18	-12,3
Grupos electrógenos c/ motores de combustión interna c/ émbolo.	369	0,11	96	0,02	-74,0
Instrumentos de control y medición.	1.887	0,55	2.071	0,51	9,8
<b>Construcción</b>	<b>22.276</b>	<b>6,50</b>	<b>42.448</b>	<b>10,49</b>	<b>90,6</b>
Tractores orugas.	0	0,00	1.232	0,30	-
Apisonadoras de propulsión mecánica.	44	0,01	0	0,00	-
Explanadoras, topadoras angulares y niveladoras autopropulsadas.	522	0,15	0	0,00	-
Palas y excavadoras mecánicas autopropulsadas.	543	0,16	2.174	0,54	300,5
Otras máquinas niveladoras, excavadoras, apisonadoras, perforadoras y extractoras de tierra, minerales o menas.	346	0,10	152	0,04	-56,1
Perforadoras y máquinas ahoyadoras, no autopropulsadas.	604	0,18	4.011	0,99	563,7
Martillos, pilones, quitanieves no autopropulsadas.	0	0,00	0	0,00	-
Otras máquinas para mover, nivelar, excavar, apisonar, perforar y extraer tierra, no autopropulsadas.	46	0,01	222	0,05	380,1
Maquinaria para obras públicas, edificios y obras similares, n.e.p.	0	0,00	4	0,00	-
Bombas y compresores de aire u otros gases.	9.863	2,88	20.391	5,04	106,7
Ascensores y "skips".	935	0,27	190	0,05	-79,7
Herramientas y máquinas-herramientas neumática o con motor incorporado que no sea eléctrico.	1.025	0,30	1.008	0,25	-1,6
Calderas y radiadores, p/ calefacción central, de caldeo no eléctrico y sus partes n.e.p. de hierro o acero, calentadores de aire y distribuidores de aire caliente.	583	0,17	759	0,19	30,1
Instrumentos no eléctricos de topografía, hidrografía, meteorología, hidrología y geofísica; brújulas, telémetros, etc.	377	0,11	4.939	1,22	1209,7

## INVERSION

**CUADRO 2.10 (Cont. 4)**  
**Importaciones de bienes de capital - Primer trimestre**  
*Miles de dólares*

	2002		2003		Var. 03/02
	Monto	Partic. %	Monto	Partic. %	%
Instrumentos de dibujo, trazado y cálculo; máquinas de dibujo, pantógrafos, reglas y círculos de cálculo, etc.	3.593	1,05	4.017	0,99	11,8
Instrumentos, aparatos y máquinas de medición o verificación.	571	0,17	514	0,13	-10,0
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	354	0,10	523	0,13	47,5
Herramientas de mano.	242	0,07	209	0,05	-13,5
Bombas aspirantes, centrifugas y elevadoras de líquidos.	1.011	0,29	1.018	0,25	0,7
Máquinas y aparatos p/ el filtrado o la depuración de líquidos o gases.	169	0,05	148	0,04	-12,3
Carretillas, montacargas y demás aparatos p/transportar mercancías.	520	0,15	254	0,06	-51,2
Grupos electrógenos c/ motores de combustión interna c/ émbolo .	115	0,03	30	0,01	-74,0
Instrumentos de control y medición.	349	0,10	383	0,09	9,8
Depósitos, cisternas, bidones, tambores, etc.	463	0,14	270	0,07	-41,7
<b>Transporte</b>	<b>57.151</b>	<b>16,68</b>	<b>95.944</b>	<b>23,71</b>	<b>67,9</b>
Recipientes de hierro o de acero para gas comprimido o licuado.	688	0,20	5.254	1,30	663,2
Recipientes de aluminio para gas comprimido o licuado.	22	0,01	55	0,01	154,6
cargas.	243	0,07	7	0,00	-97,3
Aparatos de radioguía, radar, y radio telemando.	889	0,26	2.504	0,62	181,6
Aparatos eléctricos p/ control de tráfico p/ vías férreas, caminos y vías acuáticas interiores y equipos similares utilizados en puertos y aeropuertos.	257	0,08	49	0,01	-81,0
Vehículos automotores p/ el transporte de mercancías o materiales.	11.801	3,44	26.262	6,49	122,5
Vehículos automotores de pasajeros del tipo destinado a servicios públicos.	2.551	0,74	169	0,04	-93,4
Unidades motrices de carretera p/ semirremolques.	425	0,12	1.860	0,46	337,8
Remolques y semirremolques para el transporte de mercancías.	81	0,02	665	0,16	722,9
medios de transporte.	81	0,02	72	0,02	-10,9
Otros vehículos s/ propulsión mecánica.	193	0,06	89	0,02	-54,0
Locomotoras eléctricas (de acumuladores o de energía exterior).	0	0,00	0	0,00	-
Otras locomotoras y tenderes.	0	0,00	0	0,00	-
Locomotoras, n.e.p.; tenderes.	0	0,00	0	0,00	-
Vagones de ferrocarril y de tranvía, furgones y camiones con propulsión mecánica.	0	0,00	0	0,00	-
Vagones de ferrocarriles, tranvías para pasajeros, furgones.	4	0,00	0	0,00	-
Material rodante p/ servicios de mantenimiento de ferrocarril	0	0,00	0	0,00	-
Furgones de carga, vagones y camiones de carga de ferrocarril y de tranvía sin propulsión mecánica.	15	0,00	0	0,00	-
Accesorios para vías férreas y de tranvías.	6	0,00	1	0,00	-91,1
Helicópteros.	1.708	0,50	2.583	0,64	51,2
kgrs.	0	0,00	0	0,00	-
Aeronaves con propulsión mecánica, cuyo peso sea mayor a los 15.000 kg.	31.322	9,14	13.719	3,39	-56,2
Buques cisternas de cualquier tipo.	3.500	1,02	36.269	8,96	936,3
Otros buques para el traslado de mercancías.	8	0,00	0	0,00	-
Embarcaciones diseñadas especialmente para remolcar o empujar a otras embarcaciones.	0	0,00	2.470	0,61	-
Buques faros, buques bombas, dragas de toda clase, pontones grúas, etc.	0	0,00	161	0,04	-
Estructuras flotantes distintas de las embarcaciones (boyas, cajones, etc.).	95	0,03	53	0,01	-44,5
Instrumentos no eléctricos de navegación, brújulas.	240	0,07	379	0,09	58,2
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	354	0,10	523	0,13	47,5
Carretillas, montacargas y demás aparatos p/transportar mercancías.	1.248	0,36	608	0,15	-51,2
Depósitos, cisternas, bidones, tambores, etc.	926	0,27	539	0,13	-41,7
Camiones y furgones p/ usos especiales.	496	0,14	1.655	0,41	233,7

INVERSION

**CUADRO 2.10 (Cont. 5)**  
**Importaciones de bienes de capital - Primer trimestre**  
*Miles de dólares*

	2002		2003		Var. 03/02
	Monto	Partic. %	Monto	Partic. %	%
<b>Comercio, banca y seguros</b>	<b>25.955</b>	<b>7,57</b>	<b>29.220</b>	<b>7,22</b>	<b>12,6</b>
Cajas fuertes, cajas de caudales, cámaras blindadas o acorazadas.	9	0,00	4	0,00	-57,6
Máquinas p/ lavar ropa c/ una capacidad superior a 6 kg de ropa seca.	52	0,02	23	0,01	-55,3
Máquinas de limpieza en seco.	0	0,00	0	0,00	-
Bombas p/ el expendio de combustibles o lubricantes.	74	0,02	238	0,06	222,7
Escaleras mecánicas y aceras rodantes.	343	0,10	470	0,12	36,9
Aparatos automáticos para la venta de cigarrillos, comestibles, etc.	0	0,00	0	0,00	-
Máquinas de escribir automáticas; máquinas de proces.	5	0,00	13	0,00	165,7
Otras máquinas de escribir no eléctricas	5	0,00	3	0,00	-48,3
Cajas registradoras con dispositivo totalizador.	3.803	1,11	31	0,01	-99,2
Máquinas p/ franquear correspondencia, emitir billetes y otras similares con dispositivo totalizador.	17	0,00	0	0,00	-
Fonógrafos eléctricos acondicionados por monedas	0	0,00	0	0,00	-
Tiovivos, columpios, barracas del tiro al blanco y demás atracciones p/ ferias, circos, zoológicos y teatros ambulantes.	196	0,06	20	0,00	-89,8
Maniqués y análogos, autómatas y escenas animadas p/ escaparate.	16	0,00	9	0,00	-45,2
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	17.361	5,07	25.609	6,33	47,5
Herramientas de mano.	68	0,02	59	0,01	-13,5
Bombas aspirantes, centrífugas y elevadoras de líquidos.	505	0,15	509	0,13	0,7
Máquinas y aparatos p/ el filtrado o la depuración de líquidos o gases.	422	0,12	370	0,09	-12,3
Carretillas, montacargas y demás aparatos p/transportar mercancías.	1.248	0,36	608	0,15	-51,2
Grupos electrógenos c/ motores de combustión interna c/ émbolo.	761	0,22	198	0,05	-74,0
Instrumentos de control y medición.	839	0,24	920	0,23	9,8
Depósitos, cisternas, bidones, tambores, etc.	231	0,07	135	0,03	-41,7
<b>Comunicaciones</b>	<b>24.955</b>	<b>7,28</b>	<b>18.669</b>	<b>4,61</b>	<b>-25,2</b>
Máquinas rotativas de imprimir.	3.671	1,07	134	0,03	-96,4
Grabadores y reproductores magnéticos de la imagen y el sonido de televisión.	563	0,16	749	0,19	33,1
Grabadores del sonido, con dispositivos para la reproducción del sonido o sin ellos	16	0,00	13	0,00	-21,4
Dictáfonos y otros grabadores y reproductores del sonido.	93	0,03	66	0,02	-29,0
Aparatos eléctricos p/ telefonía y telegrafía con hilos.	1.175	0,34	989	0,24	-15,8
Teléfonos.	1.116	0,33	695	0,17	-37,7
Teleimpresoras.	734	0,21	97	0,02	-86,8
Otros aparatos para sistemas de transmisión por línea con onda portadora	5.772	1,68	1.075	0,27	-81,4
Otros aparatos telefónicos o telegráficos.	96	0,03	24	0,01	-75,1
Micrófonos (y sus soportes); altavoces; amplificadores eléctricos de audiofrecuencia.	1.224	0,36	1.228	0,30	0,3
radiotelefonía.	5.975	1,74	7.035	1,74	17,7
Receptores de radiotelefonía o radiotelegrafía.	35	0,01	222	0,05	533,5
Cámaras de televisión.	641	0,19	1.059	0,26	65,1
Cámaras cinematográficas, proyectores, grabadores y reproductores del sonido p/ películas entre los 8 y 16 mm.	0	0,00	0	0,00	-
Proyectores cinematográficos.	0	0,00	0	0,00	-
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	3.189	0,93	4.704	1,16	47,5
Herramientas de mano.	97	0,03	84	0,02	-13,5
Grupos electrógenos c/ motores de combustión interna c/ émbolo.	138	0,04	36	0,01	-74,0
Instrumentos de control y medición.	419	0,12	460	0,11	9,8



**CUADRO 2.10 (Cont. 6)**  
**Importaciones de bienes de capital - Primer trimestre**  
*Miles de dólares*

	2002		2003		Var. 03/02
	Monto	Partic. %	Monto	Partic. %	%
<b>Salud</b>	<b>12.925</b>	<b>3,77</b>	<b>13.153</b>	<b>3,25</b>	<b>1,8</b>
Aparatos electromédicos (excepto aparatos radiológicos).	265	0,08	426	0,11	60,5
Electrocardiógrafos.	489	0,14	315	0,08	-35,7
Otros aparatos eléctricos de diagnóstico.	375	0,11	184	0,05	-50,9
Aparatos que utilicen rayos X o radiaciones de sustancias radioactivas.	847	0,25	1.740	0,43	105,5
Aparatos basados en el uso de rayos X, sean o no para usos médicos.	810	0,24	138	0,03	-83,0
Mobiliario p/ uso médico, dental, quirúrgico, o veterinario, mesas de operación, camas de hospital, sillones de dentista, etc.	635	0,19	208	0,05	-67,2
Aparatos e instrumentos de óptica n.e.p.	204	0,06	238	0,06	16,3
Instrumentos y aparatos de odontología.	43	0,01	11	0,00	-73,9
Instrumentos y aparatos de medicina, cirugía y veterinaria.	7.375	2,15	6.982	1,73	-5,3
Aparatos de mecanoterapia y masaje, aparatos de psicotecnia, de respiración artificial, de ozonoterapia y aparatos similares.	777	0,23	512	0,13	-34,2
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	354	0,10	523	0,13	47,5
Máquinas y aparatos p/ el filtrado o la depuración de líquidos o gases.	253	0,07	222	0,05	-12,3
Camiones y furgones p/ usos especiales.	496	0,14	1.655	0,41	233,7
<b>Investigación</b>	<b>2.222</b>	<b>0,65</b>	<b>2.713</b>	<b>0,67</b>	<b>22,1</b>
Globos y dirigibles.	5	0,00	0	0,00	-
Instrumentos de astronomía y cosmografía, n.e.p.y sus armazones c/ exclusión de los aparatos de radiotelefonía.	17	0,00	4	0,00	-77,7
Microscopios y difractógrafos electrónicos y protónicos.	66	0,02	14	0,00	-78,0
Microscopios ópticos compuestos, incluidos los aparatos c/ dispositivos p/ fotografiar o proyectar la imagen.	28	0,01	115	0,03	306,1
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	709	0,21	1.045	0,26	47,5
Instrumentos de control y medición.	1.398	0,41	1.534	0,38	9,8
<b>Minería</b>	<b>2.275</b>	<b>0,66</b>	<b>866</b>	<b>0,21</b>	<b>-61,9</b>
Máquinas y aparatos p/ cribar, clasificar, separar o lavar tierras, piedras, menas u otras materias minerales sólidas.	293	0,09	144	0,04	-51,0
Máquinas y aparatos p/ triturar y quebrantar tierras, piedras, menas u otras materias minerales sólidas.	1.420	0,41	36	0,01	-97,4
Máquinas y aparatos p/ mezclar o amasar tierra, piedras, menas u otras materias minerales sólidas.	5	0,00	158	0,04	2854,2
Bombas aspirantes, centrífugas y elevadoras de líquidos.	303	0,09	305	0,08	0,7
Máquinas y aparatos p/ el filtrado o la depuración de líquidos o gases.	253	0,07	222	0,05	-12,3
<b>Resto</b>	<b>5.667</b>	<b>1,65</b>	<b>5.222</b>	<b>1,29</b>	<b>-7,9</b>
Otras máquinas y motores n.e.p.	599	0,17	662	0,16	10,5
Quemadores p/ alimentación de hogares, de combustibles líquidos y sólidos.	515	0,15	38	0,01	-92,6
Ventiladores, sopladores y otros aparatos similares y sus partes.	1.371	0,40	1.482	0,37	8,1
Copiadores etnográficos o de clisés.	11	0,00	21	0,01	81,8
Aparatos eléctricos de señalización acústica o visual (timbres, sirenas, alarmas).	1.202	0,35	1.318	0,33	9,6
Otros artefactos y aparatos eléctricos con funciones individuales, n.e.p.	55	0,02	44	0,01	-20,2
Cuentarrevoluciones, contadores de producción, taxímetros, cuentakilómetros, etc.	1.053	0,31	1.463	0,36	38,9
Aparatos registradores de la hora, c/ mecanismo de relojería, o c/ motor síncronico p/ medir el tiempo.	737	0,22	33	0,01	-95,6
Interruptores horarios con mecanismo de relojería o con motor síncronico.	113	0,03	133	0,03	17,6
Otros artículos de metales preciosos o de chapado de metales preciosos.	11	0,00	29	0,01	166,2

**Nota:** En los rubros en los que figura “n.e.p.”, tal abreviatura significa “no especificado en otra parte”.

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

# Mercado de Trabajo

## I. Evolución del Salario Real

Las fuertes variaciones en el tipo de cambio real y en los precios relativos internos ocurridas en 2002, y en menor medida en la primera mitad de 2003, tuvieron su correlato en fuertes modificaciones producidas en los ingresos relativos de los principales factores productivos (capital y trabajo). Adicionalmente se produjeron grandes variaciones de precios al interior de cada factor, entre los sectores beneficiados por el cambio de precios relativos y aquellos más perjudicados. Adviértase solamente cómo han variado con la liberación cambiaria los beneficios del capital

invertido en la industria (que pudo ajustar significativamente sus precios) frente al capital invertido en los servicios públicos privatizados en la década pasada, cuyas tarifas reguladas no han subido hasta la fecha. Del mismo modo puede argumentarse que, en el nuevo escenario económico, los trabajadores de los sectores transables encontraron mejores condiciones para reclamar incrementos de remuneraciones nominales que aquellos que se desempeñan en sectores no transables.

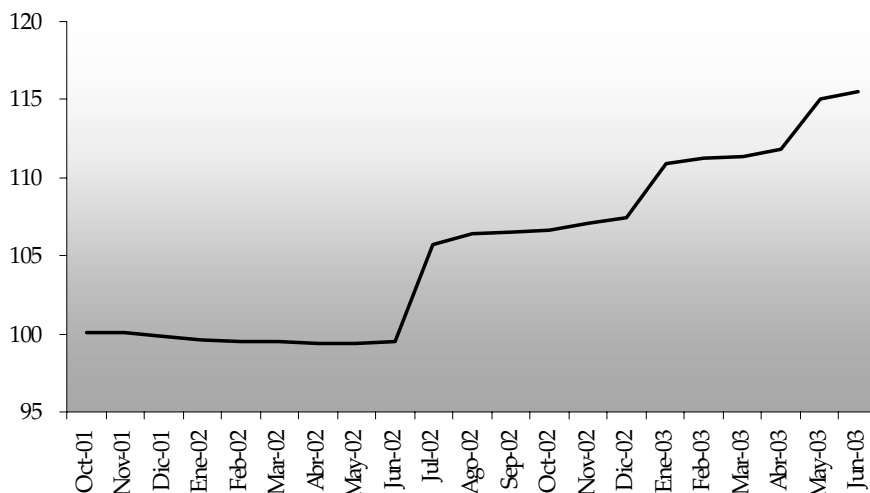
Desde el punto de vista de la teoría económica, el salario remun-

**CUADRO 3.1**  
**Índice de Salarios, valores al último día de cada mes**  
*Base cuarto trimestre de 2001=100*

Período	Sector Privado		Sector Público	Nivel General	
	Registrado	No		Índice	Variación %
Oct-01	99,92	100,42	100,21	100,11	
Nov-01	100,11	99,99	99,89	100,02	-0,1
Dic-01	99,97	99,59	99,90	99,87	-0,2
Ene-02	99,67	99,17	99,81	99,61	-0,2
Feb-02	99,65	98,75	99,81	99,52	-0,3
Mar-02	99,67	98,35	99,81	99,45	-0,1
Abr-02	99,85	97,66	99,79	99,40	-0,1
May-02	100,04	96,99	100,04	99,43	0,0
Jun-02	100,54	96,31	100,04	99,55	0,1
Jul-02	113,20	95,63	100,04	105,76	6,2
Ago-02	114,50	95,02	100,25	106,36	0,6
Sep-02	114,90	94,36	100,65	106,54	0,2
Oct-02	115,29	93,71	100,56	106,58	0,0
Nov-02	116,32	93,92	100,56	107,14	0,5
Dic-02	116,86	94,12	100,56	107,45	0,3
Ene-03	120,99	94,33	105,13	110,93	3,2
Feb-03	121,21	94,54	105,75	111,27	0,3
Mar-03	121,89	94,75	104,79	111,37	0,1
Abr-03	122,63	94,95	104,82	111,79	0,4
May-03	129,25	94,75	104,82	115,07	2,9

Fuente: INDEC.

**GRAFICO 3.1**  
**Salario Nominal Promedio**  
*Indice base cuarto trimestre de 2001 = 100*



nera un factor productivo básicamente no transable, puesto que la movilidad de los trabajadores está seriamente limitada por barreras de tipo legal, burocrático, económico y cultural. Debido a ello la suba del tipo de cambio real, definido como el cociente entre precios de bienes transables frente a no transables, impacta negativamente sobre esta variable. Al respecto es ilustrativo observar en primer lugar la evolución del salario nominal.

El nuevo Índice de Salarios publicado por el INDEC<sup>1</sup> (Cuadro 3.1 y Gráfico 3.1) considera tanto los salarios del sector público nacional y provincial como los del sector privado registrado y no registrado (trabajo informal), de acuerdo a las ponderaciones por ocupación y rama de actividad obtenidas a partir de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) y del Sistema de Cuentas Nacionales. Se observa claramente que las subas de significación corresponden a los meses de Julio de 2002 y Enero y Abril de 2003, debido a los incrementos de suma fija dispuestos por el Gobierno para los asalariados privados (incrementos que fue-

ron percibidos por la mayor parte del sector formal). Otro factor gravitante que ocurrió en Enero de 2003 fue la restitución del descuento del 13% aplicado desde 2001 a los empleados del sector público nacional. La tendencia general ha sido, con excepción de estos casos, muy levemente ascendente. Incluso los trabajadores privados del sector informal sufrieron cierta pérdida de sus remuneraciones nominales durante 2002. Medido entre puntas, el salario nominal se ha incrementado poco más del 15% entre el cuarto trimestre de 2001 y Junio de 2003.

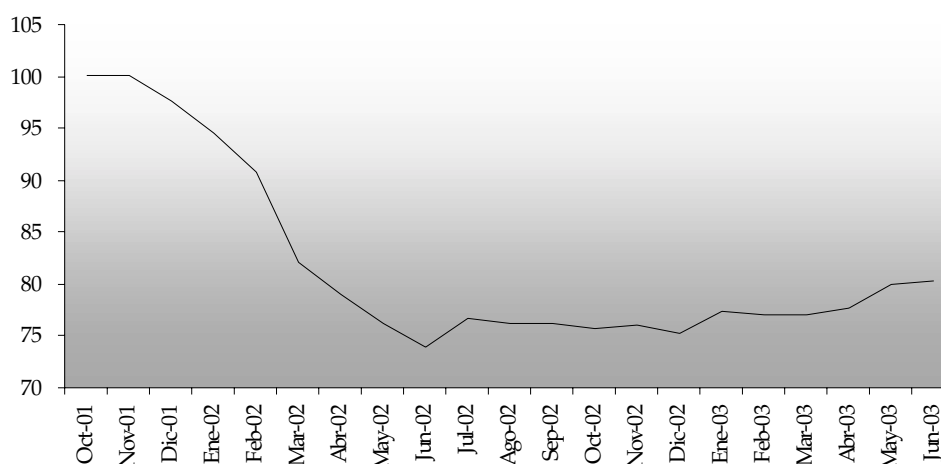
Para construir una serie del salario real durante el último año y medio hay que tener en cuenta los aumentos de precios al consumidor ocurridos desde Enero de 2002 hasta la fecha. Esta serie se representa en el Gráfico 3.2. Como la suba del IPC durante 2002 y primera mitad de 2003 alcanzó al 43,9%, entonces la caída del nivel general del salario promedio resultó de cerca del 20% hasta Junio de 2003. Esta caída fue aún superior, como se dijo, para los salarios privados del sector informal, y bastante menor para los asalariados formales.

<sup>1</sup> A partir del año 2002 el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) comenzó a elaborar un Índice de Salarios (IS) con periodicidad mensual. Dicho índice se emplea para elaborar el Coeficiente de Variación Salarial (CVS) a efectos de su utilización para actualizar el valor de los contratos contemplados en el Decreto N° 762/02 del Poder Ejecutivo Nacional. Si bien el CVS se obtiene mediante la transformación en tasas diarias de la variación mensual que refleja el IS, para su cómputo se excluyen del IS los importes pagados a los trabajadores en virtud de los aumentos de salarios para el sector privado dispuesto por el Decreto 1273/02 y siguientes.

**GRAFICO 3.2**

**Salario Real Promedio**

*Deflactado por precios minoristas - Indice base cuarto trimestre de 2001 = 100*



Analizando el Gráfico 3.2 en detalle, se observa que la tendencia bajista se concentró durante la primera mitad de 2002, ya que en la segunda mitad el salario real se mantuvo estable, y en la primera mitad de 2003 incluso llegó a recuperarse hasta 6% respecto del promedio del último cuatrimestre de 2002. Esto ocurrió tanto por los aumentos nominales como por la fuerte desaceleración de la tendencia inflacionaria, ya que el IPC aumentó sólo 2,1% en la primera mitad de 2003. De todos modos puede afirmarse que los incrementos dispuestos por el Gobierno básicamente frenaron la caída del salario real, y que posteriormente el nivel de las remuneraciones se estabilizó en un patrón bajo, ya que la pérdida frente al período base aún alcanza al 20%. Hay que recordar que 2001 ya era un año fuertemente recesivo, y que las remuneraciones nominales estaban disminuyendo desde 1999.

Como lo demuestra el caso argentino, la caída del salario real es un efecto inevitable de cualquier depreciación cambiaria abrupta. No obstante, en el nuevo escenario macroeconómico existen actualmente condiciones más favorables para un crecimiento económico sustentable, apoyado en la expansión de los sectores transables (crecimiento de las exportaciones y sustitución de importaciones). Ello debería provocar un aumento de la de-

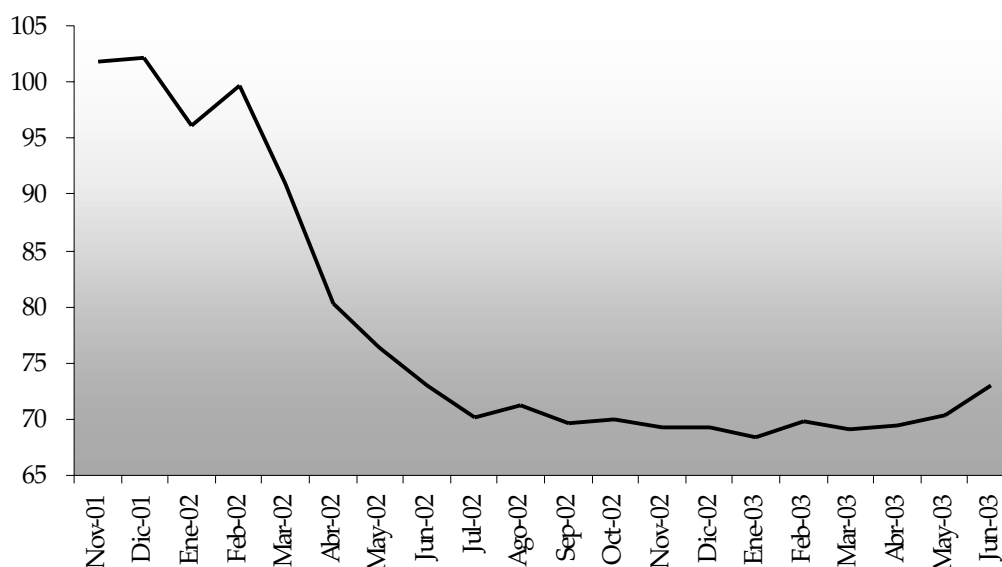
manda real y el empleo, y el proceso debería concluir en incrementos paulatinos del salario real, de modo que esta variable se recupere junto con un mayor nivel de ocupación. Al respecto, tanto los datos de la Encuesta del Ministerio de Trabajo como los de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales confirman hasta el mes de Mayo pasado una mejora significativa, tanto del nivel de empleo como del PIB.

El análisis precedente puede ampliarse a fin de considerar el impacto del aumento de precios de los alimentos sobre la capacidad de consumo de la población. Como es bien conocido por la teoría económica, la depreciación cambiaría impactó con mucha mayor fuerza sobre los bienes transables como los alimentos (bienes exportables o sustitutos de las importaciones mayormente en Argentina) que sobre los servicios no transables. Es importante destacar al respecto que el Capítulo de Alimentos y Bebidas del IPC registró un incremento acumulado del 61% desde el final de la convertibilidad, esto es 39% superior al alza del nivel general del índice. Este aumento podría haber sido aún mayor de no haber mediado la aplicación de retenciones a la mayoría de los productos exportables.

Es por eso que resulta de interés observar el poder de compra de

**GRAFICO 3.3**

Poder de Compra del Salario en términos de Alimentos y Bebidas  
 Índice base cuarto trimestre de 2001 = 100



los salarios en términos de bienes alimentarios, que constituye el rubro más importante y generalizado del gasto de los hogares.

En el Gráfico 3.3 se observa la fuerte baja del poder de compra del salario medido en alimentos hasta fines de 2002. Así, mientras que la caída del salario real promedio, evaluada en el cuarto trimestre de 2002, resultó del 24%, la pérdida de poder adquisitivo en términos de alimentos superó el 32% en ese período (sin considerar el efecto de sustitución del consumo por bienes más económicos, que habría atenuado esta baja). Este es quizás el punto más oscuro del nuevo escenario económico, explicado en particular por la exagerada suba del tipo de cambio (“overshooting”) que se produjo tras el derrumbe de la convertibilidad. La regresividad social del cambio de precios relativos es evidente, afectando con mayor intensidad a los salarios más bajos en general, y en particular a los del sector privado informal. Sin embargo, en el Gráfico 3.3 se observa claramente que, a partir de Enero de 2003, el poder de compra del salario medido en alimentos empezó a recuperarse. Este cambio de tendencia se produjo debido al importante retroceso del tipo de cam-

bio nominal en 2003. El proceso fue incentivado también por la actitud de muchos supermercados, que con el objeto de recuperar niveles de venta que habían caído fuertemente, ofrecieron en los últimos meses promociones con importantes descuentos. Esto permitió una recuperación del indicador del 6,7% hasta Junio de 2003, recortando así la pérdida ocurrida desde fines de 2001 hasta un 27% aproximadamente.

## II. Indicadores de puestos de trabajo y remuneraciones - Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

La información que regularmente se provee en este capítulo deriva de procesamientos especiales de las declaraciones juradas que las 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 que se efectúan en el marco

del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP).

El SIJP se constituyó a partir de la Ley 24.241 y las personas comprendidas en el Sistema son «los trabajadores en relación de dependencia mayores de 18 años de la actividad pública<sup>2</sup> y de la actividad privada<sup>3</sup>». Dadas las excepciones señaladas, los resultados que se presentan no abarcan la totalidad del universo de trabajadores en relación de dependencia registrados en la Seguridad Social.

Como se señalara en informes anteriores, desde el año 2001 la AFIP ha modificado el clasificador de actividades. Este cambio implicó una notable disminución de las actividades no especificadas, que impacta sobre la estructura sectorial. Por otra parte, ha mejorado la especificación sectorial permitiendo, incluso, identificar puestos y remuneraciones del sector público que anteriormente estaban clasificados como privados.

Es importante tener en cuenta que las remuneraciones medias que se presentan están expresadas en valores nominales.

## II.1 Evolución del Total del Sistema

El SIJP registra para el primer trimestre de 2003 un promedio mensual de puestos de trabajo de 4.390.006, el cual representa una leve caída del 0,6% con respecto al mismo trimestre de 2002 (Cuadro 3.2). Si bien la tendencia negativa continúa, es de notar que la magnitud del descenso producido en el presente trimestre es mucho más moderada en relación con las anteriores.

En cuanto a la remuneración promedio mensual, la misma fue de \$ 993 para el trimestre corriente, representando un incremento del 10,4% respecto del mismo trimestre de 2002. Nuevamente este incremento es reflejo, en parte, de los aumentos fijados por el gobierno desde julio de 2002.

El empleo declarado en los sectores productores de bienes se incrementó en un 1%, incremento notorio no por su magnitud sino por representar una ruptura con respecto a la caída constante en la declaración de puestos de trabajo en este sector. Con respecto a la remuneración media, puede observarse un aumen-

### CUADRO 3.2

Evolución de los puestos de trabajo declarados y las remuneraciones promedio por Sector de actividad (\*)  
Total del Sistema

Sector de Actividad de la Empresa contribuyente	Primer Trimestre 2002		Primer Trimestre 2003		Variación %	
	Puestos de trabajo (en miles)	Remuneración (en pesos)	Puestos de trabajo (en miles)	Remuneración (en pesos)	Puestos de trabajo (en miles)	Remuneración (en pesos)
<b>SECTORES PRODUCTORES DE BIENES</b>	<b>1.252</b>	<b>981</b>	<b>1.264</b>	<b>1.106</b>	<b>1,0</b>	<b>12,7</b>
<b>SECTORES DE PRODUCTORES DE SERVICIOS</b>	<b>3.134</b>	<b>868</b>	<b>3.093</b>	<b>949</b>	<b>-1,3</b>	<b>9,2</b>
SIN ESPECIFICAR	33	815	33	866	0,3	6,3
<b>TOTAL DEL SISTEMA</b>	<b>4.418</b>	<b>900</b>	<b>4.390</b>	<b>993</b>	<b>-0,6</b>	<b>10,4</b>

(\*) Datos provisorios

Fuente: Dirección Nacional de Coordinación de Políticas Macroeconómicas sobre la base de información proveniente del SIJP.

<sup>2</sup> Están excluidos explícitamente del Sistema el personal militar de las fuerzas armadas, de las fuerzas de seguridad, el personal policial y los menores de 18 años. Inicialmente se incluyó al personal dependiente del Gobierno Nacional y de la Municipalidad de la Ciudad de Buenos Aires. Posteriormente, se fueron incorporando las cajas de empleados públicos provinciales y municipales de algunas provincias: Catamarca, Jujuy, La Rioja, Mendoza, Río Negro, Salta, San Juan, San Luis, Santiago del Estero y Tucumán. Desde agosto de 1997 no se han incorporado nuevas jurisdicciones.

<sup>3</sup> Se fijaron plazos para la incorporación de los trabajadores comprendidos en los Convenios de Corresponsabilidad Gremial que, luego de varias postergaciones, se hizo efectiva en enero de 1996.

to del 12,7% en términos nominales con relación al año anterior.

En tanto, los sectores productores de servicios, que conforman alrededor del 70% del total de puestos registrados en el sistema, verifican nuevamente un descenso en el empleo declarado, pero en esta oportunidad más moderado (aproximadamente 1,3%). El incremento en la remuneración media de este grupo fue del orden del 9,2%.

### II.2 Sector Privado

El primer trimestre de 2003 repitió el comportamiento de los últimos períodos, es decir que continúan cayendo los puestos formales en promedio y se incrementan las remuneraciones medias. Específicamente, el total de puestos declarados en el sector privado observa una caída del 1,2%, mientras que la remuneración media verificó una suba del 10,9%, ambos con relación al mismo trimestre del año anterior.

La explicación de este fenómeno (reducción de los puestos for-

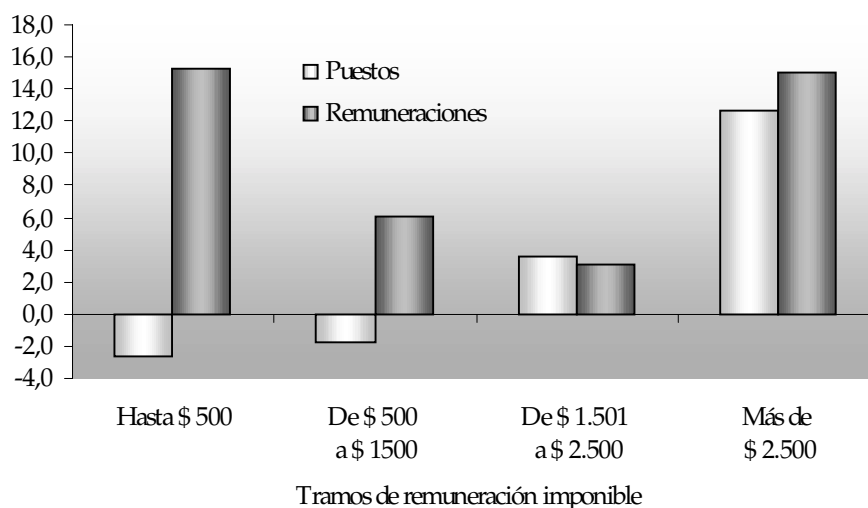
males e incremento en las remuneraciones medias), que viene repitiéndose en los últimos trimestres, se encuentra no sólo en la conducta de estos conceptos por tramos de ingresos sino también en el análisis de los mismos abiertos por rama productiva.

Como se aprecia en el Gráfico 3.4, las declaraciones de puestos de trabajo en los tramos de ingresos más bajos siguen cayendo, mientras que los de ingresos más altos invierten su tendencia y se incrementan, a diferencia de los últimos trimestres. La consecuencia de este hecho, sumado al efecto de los montos fijos otorgados por el gobierno, explican en parte el incremento en los salarios promedio.

Debido al notorio incremento en el tramo más alto se procedió a detectar los sectores que inducían el mismo. Entre ellos, los de Explotación de minas y canteras y de Derivados del petróleo explican el 41,6% del incremento total en este tramo. No menos importante es el aporte de Alimentos y bebidas y Servicios sociales, que explican el 11,9% y 16,1% respectivamente del incremento del tramo.

Asimismo, para estas ramas se detectaron dos situaciones:

**GRAFICO 3.4**  
SIJP - Variación % interanual de puestos y montos de remuneraciones  
Primer trimestre de 2003





Derivados del petróleo y Servicios sociales presentan incrementos en el tramo más alto, pero para el total de puestos de estas ramas se verifica una disminución en el registro de los mismos.

Explotación de minas y canteras y Alimentos presentan incrementos tanto en el tramo más alto como en el total.

Suponiendo que el salario tiene una relación positiva con la calificación del puesto de trabajo y/o dedicación horaria, es posible inferir que en el primer caso se produjo una expulsión del personal menos calificado o de menor dedicación y una inclusión de personal con mayor calificación o de mayor dedicación. Para el segundo caso esta sustitución no estaría ocurriendo. Aunque en Alimentos los puestos suben en casi todos los tramos, preponderantemente en los tramos más altos, en Explotación de minas sólo suben los tramos con ingresos mayores a \$ 2.000.

En contraposición, la caída significativa en puestos formales correspondiente al tramo de menores ingresos es explicada en más de un 45% a través de las siguientes ramas: Intermediación financiera (21,8% de la baja) y Comercio (24,7%). Al relacionar esta situación con la variación del producto sectorial, se observa que en el caso de Intermediación financiera el mismo cae rotundamente para el trimestre en análisis (-13,7%), mientras que en el segundo se incrementa un 5,9%. Esto se condice con el análisis de remuneraciones por tramos de estas ramas. En la primera, todos los tramos advierten variaciones negativas, mientras que la segunda nota fuertes caídas en los tramos más bajos y leves incrementos en aquellos más altos.

### II.2.1 Por Jurisdicción

Al analizar la declaración de puestos se observa en este trimestre, a diferencia del anterior, que si bien un número considerable de jurisdicciones continúa presentando una tendencia decreciente, existen otras con una recuperación en este sentido. En parti-

cular se destacan Neuquen (4,8%), Río Negro (5,1%), Chubut (5,8%) y Santa Cruz (13,5%), no solo por ser las que más crecieron sino también por concentrar el crecimiento en la región patagónica. Por otro lado, se hace notar entre las jurisdicciones que evidenciaron descensos en los puestos formales que la magnitud de la caída es menor que en períodos anteriores (Cuadro 3.3).

Las jurisdicciones que se detallan a continuación presentan disminuciones en las declaraciones de puestos con relación al año anterior que superaron el 4% (se enumeran en orden de importancia):

**CUADRO 3.3**  
Evolución de los puestos de trabajo declarados y las remuneraciones promedio por Jurisdicción  
Sector privado - Primer trimestre de 2003 - Variación porcentual respecto de igual período de 2002

Jurisdicción geográfica del puesto de trabajo	Puestos de trabajo declarados	Remuneración promedio
Capital Federal	-4,33	6,17
Partidos del Gran Buenos Aires	-0,78	12,46
Resto de Pcia. de Buenos Aires	-0,11	15,70
Catamarca	-2,13	21,67
Córdoba	0,61	13,40
Corrientes	-3,09	11,76
Chaco	-6,24	15,62
Chubut	5,81	23,63
Entre Ríos	-1,95	15,14
Formosa	-7,76	16,86
Jujuy	-1,86	11,76
La Pampa	1,25	15,48
La Rioja	-0,17	20,52
Mendoza	1,63	13,15
Misiones	4,20	16,03
Neuquén	4,77	16,12
Río Negro	5,10	20,53
Salta	-1,74	13,72
San Juan	-5,22	16,57
San Luis	-2,82	21,06
Santa Cruz	13,49	15,27
Santa Fe	0,26	14,42
Santiago del Estero	-4,06	8,92
Tierra del Fuego	-9,87	18,89
Tucumán	0,49	10,61
<b>Total Privado</b>	<b>-1,2</b>	<b>10,90</b>

Fuente: Dirección Nacional de Coordinación de Políticas Macroeconómicas sobre la base de información proveniente del SIJP.

**Tierra del Fuego** sufre la situación más crítica en cuanto a empleo formal, viendo disminuido el registro de puestos declarados en un 9,9% respecto al año anterior. Con esta caída nuevamente vuelve a encabezar el ranking de las jurisdicciones con mayores descensos. El sector Industria Manufacturera, que representa más del 20% de los puestos declarados, es el que estaría explicando en gran parte la caída, ya que registra un descenso del 28,7%. Dentro de este sector el comportamiento de las ramas componentes es heterogéneo. Las que más caen son Maquinarias y equipos, Derivados del petróleo y Otras industrias; las ramas restantes, en cambio presentan incrementos en los puestos formales. Con respecto al sector productor de servicios, la única rama que presenta incrementos en los puestos es Hoteles y restaurantes, lo cual evidencia la importancia que cobra la reactivación del turismo en esta jurisdicción.

**Formosa** registra una caída del 7,8% en los puestos declarados con relación al primer trimestre del año anterior. Entre los productores de bienes, las únicas ramas que presentan incrementos son Maquinarias y equipos, Otras industrias y Suministro de gas y agua. Es de destacar la caída que presenta Agricultura (-11,9%), dado que es la rama de mayor representatividad dentro de los productores de bienes. Con todo, una mayor atención debe prestarse al sector productor de servicios, que concentra a más del 70% de los puestos formales, donde los incrementos observados se encuentran en Hoteles y restaurantes y Otras actividades de servicios comunitarios. Por su parte, los sectores con mayor peso no presentan significativas variaciones. Ellos son Comercio, con una caída del 3,3%, y Servicios sociales, enseñanza y salud privados, con una reducción del 1,6%.

**Chaco** observa una disminución en puestos declarados del orden del 6,2%. Dentro del sector productor de bienes, es notoria la disminución del 8,2% que registra Agricultura, por concentrar al 20% del total de puestos declarados. Industria también cae, pero solamente un 1,6%. Esto se debe a que si bien Made-

ra, papel, imprenta y editoriales, Alimentos, bebidas y tabaco y Otras industrias aminoran la declaración de puestos, las ramas restantes registraron una mayor cantidad de los mismos con relación al año anterior. Por otro lado, el sector Servicios (representativo de más del 60% de los puestos formales en esta jurisdicción) observa una clara tendencia declinante en la mayoría de sus ramas. Las excepciones son Transporte, almacenamiento y comunicaciones y Servicios sociales, enseñanza y salud privados que presentan un tímido incremento del 0,8% y 0,3% respectivamente.

**San Juan** muestra una caída interanual del 5,3% en los puestos declarados del sector privado. En esta jurisdicción el sector productor de bienes, que abarca la mitad de los puestos formales, sufre una caída del 6,7% promedio. Se sigue destacando la fuerte caída en Construcción, del orden del 44%, mientras que las restantes ramas caen moderadamente, a excepción de los incrementos en Alimentos, bebidas y tabaco (2%) y Metálicas básicas (5.5%). El sector productor de servicios registra reducciones en la casi totalidad de sus ramas, destacándose las caídas en Intermediación financiera (-15.2%) y Hoteles y restaurantes (-11%). Por su parte, en Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler y Otras actividades de servicios comunitarios se observa que la cantidad de puestos declarados en relación con el mismo período del año anterior se ha incrementado (5,1% y 3,3% respectivamente).

Por último, se ubica **Capital Federal**, con una reducción del 4,3% en los puestos declarados, acentuando de esta manera la tendencia decreciente presente en los últimos trimestres. Sin embargo, puede registrarse un alza significativa en ciertos sectores, como ser Material de transporte (38,7%), Textiles y cuero (2,9%) y Alimentos, bebidas y tabaco (0,4%). Del análisis en el sector productor de servicios, se observa un comportamiento homogéneo, debido a que todas las ramas componentes observan descensos en los registros de puestos formales, aunque de

diversas intensidades. Entre los que más caen se destaca Intermediación financiera (-16,3%) y Comercio (-7,2%). Hoteles y restaurantes es la única rama que muestra una variación positiva (1,6%).

En cuanto al análisis de las remuneraciones promedio por jurisdicción, nuevamente se observa un aumento de las mismas en todas las jurisdicciones, independientemente del comportamiento de lo ocurrido en los puestos. Por ejemplo, Tierra del Fuego registra la mayor caída en puestos pero evidencia una fuerte alza en la remuneración promedio, cercana al 19%. Formosa, Chaco y San Juan presentan incrementos del orden del 16%. Capital, a pesar de posicionarse en el quinto lugar entre las jurisdicciones con mayor caída de puestos manifiesta un incremento en la remuneración media que supera a la del año anterior en un 6,2%, por lo que también es la jurisdicción en donde la remuneración media presentó el menor aumento.

### II.2.2 Por Sector de Actividad

A partir del empleo agrupado por sector de actividad puede observarse una marcada diferencia entre el sector productor de bienes y el productor de servicios. El primero se caracteriza por presentar incrementos en los puestos declarados en la mayoría de sus ramas componentes, mientras que en el segundo caso los incrementos son más bien excepciones. Este hecho se condice con el aumento observado en el producto bruto, el cual está motorizado, según diversos indicadores, por el mayor dinamismo del sector industrial (Cuadro 3.4).

Dentro del sector productor de bienes, el incremento se concentra en las actividades primarias, y dentro de éstas la Pesca –a pesar de no representar más de un 0,5% del total de los puestos formales– mantiene la fuerte tendencia positiva de los últimos trimestres en cuanto a la variación de puestos formales (19,3%). La variación total en Industria no presenta grandes cambios, debido al comportamiento heterogéneo de las ramas que la conforman. Entre las

ramas que crecen se encuentran Alimentos (3,2%), Textiles (4,4%), Metálicas básicas (3%) y Material de transporte (9,1%). Por otro lado, las ramas que presentan caídas son Madera, papel, imprenta y editoriales (-8,3%), Maquinarias y equipos (-5,5%) y Otras industrias (6,6%). Por su parte, Construcción presenta una caída en puestos formales del orden del 1,1%, a pesar de lo cual cabe resaltar que la magnitud de la misma es significativamente inferior a las observadas en los últimos trimestres.

En promedio, el sector productor de servicios advierte una pérdida de registros en el empleo formal, lo cual se explica por la caída en Comercio (-3,5%), que aunque no es la de mayor

**CUADRO 3.4**  
Evolución de los puestos de trabajo declarados y las remuneraciones promedio por Sector de Actividad Sector privado - Primer trimestre de 2003  
*Variación porcentual respecto de igual período de 2002*

Actividad económica de la empresa contribuyente	Puestos de trabajo declarados	Remuneración promedio
<b>SECTORES PRODUCTORES DE BIENES</b>	<b>1,0</b>	<b>12,7</b>
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	3,2	11,1
Pesca y Servicios Conexos	19,3	32,0
Explotación de Minas y Canteras	7,4	42,2
Industrias Manufactureras	0,4	9,8
Alimentos, bebidas y tabaco	3,2	17,7
Textiles y cuero	4,4	28,4
Madera, papel, imprenta y editoriales	-8,3	6,4
Derivados del petróleo y Químicos	-0,6	-9,6
Metálicas básicas, prod. met. excepto maq. y equipos	3,0	24,7
Material de transporte	9,1	21,9
Maquinarias y equipos	-5,5	17,8
Otras industrias	-6,6	26,7
Suministro de Electricidad, Gas y Agua	-2,2	16,0
Construcción	-1,1	13,8
<b>SECTORES DE PRODUCTORES DE SERVICIOS PRIVADOS</b>	<b>-1,3</b>	<b>9,2</b>
Comercio Mayorista, Minorista y Reparaciones	-3,5	13,3
Hoteles y Restaurantes	3,0	15,7
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	-4,7	11,2
Intermediación Financiera	-15,5	9,9
Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	2,5	12,6
Servicios Sociales, Enseñanza y Salud Privados	-0,4	7,4
Otras Actividades de Servicios Comunitarios, Sociales y Personales	-1,8	6,8
<b>Sin especificar</b>	<b>0,3</b>	<b>6,3</b>
<b>TOTAL PRIVADO</b>	<b>-1,2</b>	<b>10,9</b>

Fuente: Dirección Nacional de Coordinación de Políticas Macroeconómicas sobre la base de información proveniente del SIIP.

variación negativa, representa al 16% del total de puestos declarados en el sector privado. En cambio en Intermediación financiera, a pesar de representar solo al 3,6% del total privado, la fuerte caída de puestos sufrida (cerca del 15%) explica más del 30% de la caída total en el sector servicios. Por otro lado, los únicos sectores que ven incrementados sus puestos son Hoteles y restaurantes (3,1%) y Actividades inmobiliarias (2,4%).

En cuanto a las remuneraciones medias se observan incrementos en todos los sectores, a excepción de la rama Derivados del petróleo, que registra una caída del 9,7%. Por el lado del sector productor de bienes, en la mayoría de las ramas se advierten aumentos superiores al 15%, destacándose Explotación de minas y Pesca (42,2% y 32% respectivamente). En el extremo opuesto, con menores ajustes en las retribuciones, se ubican Construcción (13,8%) y Madera, papel, imprenta y editoriales (6,4%). En el sector productor de servicios, la mejora relativa de los salarios no superó el 16%. Hoteles y restaurantes y Comercio son las ramas con mayor incremento en este concepto (15,6% y 13,3% respectivamente). En contraposición Servicios sociales, con una variación del 6,8%, fue la de menor incremento.

### II.2.3 Resultados para algunas zonas

Las zonas se seleccionaron tratando de aproximar los resultados a los publicados por la Encuesta de Indicadores Laborales (EIL) del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social para Gran Buenos Aires, Gran Rosario y Gran Córdoba.

Es necesario aclarar que la comparación de resultados del Sistema con los de la EIL presenta algunas restricciones:

a) La cobertura geográfica: 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 se asimila a la zona del SIJP del mismo nombre.

b) El tamaño de los establecimientos: en el SIJP no es posible 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.

Sin embargo, sí es posible acotar los sectores de actividad a los relevados por la Encuesta.

Con estas restricciones, las variaciones observadas entre el primer trimestre de 2003 e igual período de 2002 se presentan en el Cuadro 3.5.

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 crecimientos relativamente menores que empresas y/o ciudades de mayor tamaño.

En el Gran Buenos Aires, el SIJP observa una caída menor del empleo declarado, atribuible a empresas de menor tamaño. Este comportamiento se registra tanto en el total como en la industria.

En Rosario también se observa el mismo comportamiento en los puestos declarados, tanto en el total privado como en la industria, ya que en ambos los resultados de la EIL no superan a los del SIJP. Estos resultados pueden deberse en este caso a diferencias atribuibles tanto al tamaño de las empresas como al resto de las áreas geográficas que incluye el SIJP. Las mismas estarían indicando que empresas de menor tamaño o las áreas no incluidas en el aglomerado Gran Rosario crecieron relativamente más que el resto.

Por último, las diferencias en Gran Córdoba son atribuibles,

**CUADRO 3.5**

**Comparación con resultados EIL**

*Evolución de los puestos de trabajo declarados en el primer trimestre de 2003*

*Índices base Primer Trimestre 2002 = 100*

AGLOMERADOS EIL	TOTAL		INDUSTRIA	
	Puestos de trabajo SIJP (1)	Puestos de trabajo EIL	Puestos de trabajo SIJP I	Puestos de trabajo EIL
<b>GRAN BUENOS AIRES</b>	<b>93,0</b> (2)	<b>87,1</b>	<b>93,4</b> (2)	<b>87,0</b>
<b>GRAN ROSARIO</b>	<b>96,6</b> (3)	<b>92,4</b>	<b>99,1</b> (3)	<b>97,2</b>
<b>GRAN CÓRDOBA</b>	<b>89,9</b> (4)	<b>81,8</b>	<b>84,5</b> (4)	<b>85,6</b>

(1) Incluye los mismos sectores de actividad pero el total de empresas, sin discriminar tamaño.

(2) Se utilizan las zonas Capital Federal y Gran Buenos Aires del SIJP.

(3) Se utiliza la zona Resto Santa Fe del SIJP.

(4) Se utiliza la zona Gran Córdoba del SIJP.

**Fuente:** Dirección Nacional de Coordinación de Políticas Macroeconómicas sobre la base de información proveniente del SIJP.

básicamente, al tamaño de los establecimientos. En el total de puestos las de menor tamaño habrían experimentado una mejora relativa, en tanto que en industria se observó el comportamiento inverso.

### III. La distribución del ingreso de los hogares en el período 1998-2002

La pérdida de ingresos familiares como resultado del incremento de la desocupación ha comenzado con el proceso de estancamiento y posterior recesión que se inicia en el año 1998 y se extiende hasta 2002. Sin embargo, tal caída de ingresos no ha sido homogénea ni por estratos de ingresos ni regionalmente.

En esta sección se describirá ese proceso utilizando tres indicadores básicos: la evolución de los ingresos familiares nominales<sup>4</sup>, el coeficiente de Gini (que da cuenta de la distancia entre los

ingresos de los hogares) y la participación en la distribución del monto total de ingresos familiares.

Se denominarán hogares con “bajos ingresos” aquellos que constituyen el 25% inferior de la distribución, es decir que el ingreso que se medirá será el correspondiente al primer cuartil. Como hogares de “ingresos medios” serán considerados los que se ubiquen entre la mediana y el tercer cuartil, correspondiendo a este último la medida del ingreso. Como hogares con “altos ingresos” se designarán a los que se ubican entre el tercer cuartil y el percentil 95, donde se fijará el ingreso de referencia<sup>5</sup>. Las participaciones en el ingreso serán definidos para los mismos tramos.

La comparación parte del conjunto de aglomerados urbanos, y posteriormente se distingue entre el Gran Buenos Aires y el promedio de ciudades del interior del país. Por último, se analizan las regiones en las que se agrupan las ciudades relevadas por la Encuesta Permanente de Hogares (EPH).<sup>6</sup>

<sup>4</sup> La información de cada año se refiere a los ingresos percibidos durante el mes de setiembre.

<sup>5</sup> Aún cuando el análisis se efectuará sobre el ingreso familiar, la ubicación de los hogares corresponde a la distribución ordenada por ingreso per cápita familiar.

<sup>6</sup> En Cuadros Anexos ubicados al final del Capítulo se encuentra la información que da origen a los comentarios.

<sup>7</sup> Se utiliza el mismo agrupamiento por regiones que la EPH presenta habitualmente. Sin embargo, no serán utilizados los 3 aglomerados nuevos incorporados en la EPH de octubre de 2002 por contar con una única medición.

La información se restringe a los aglomerados de la EPH que pueden compararse durante todo el período<sup>7</sup>.

### III.1 Total de Aglomerados

El ingreso familiar no sólo ha sufrido importantes disminuciones en los años considerados, sino que se produjo simultáneamente un incremento de la desigualdad expresado por caídas diferenciales entre distintos sectores sociales.

Esto se refleja en el coeficiente de Gini, que crece a partir de 1999. Este indicador sintetiza la desigualdad en la distribución<sup>8</sup>, lo cual también se corrobora a través de observar el porcentaje de ingresos que perciben los hogares (Cuadro 3.6).

**CUADRO 3.6**  
Indicadores del ingreso familiar en el total de los aglomerados

Ingreso familiar	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Coefficiente de Gini</b>	<b>0,4721</b>	<b>0,4628</b>	<b>0,4729</b>	<b>0,4886</b>	<b>0,4898</b>
<b>Participación en monto</b>					
Hogares con "bajos ingresos"	8,5%	8,7%	8,0%	7,4%	7,6%
Hogares con "ingresos medios"	23,9%	24,1%	23,9%	23,7%	22,2%
Hogares con "altos ingresos"	33,8%	33,3%	34,3%	34,0%	34,3%
<b>Evolución (índice 1998=100)</b>					
Mediana	100,0	100,0	92,9	84,3	78,6
Hogares con "bajos ingresos"	100,0	99,5	87,5	75,0	75,0
Hogares con "ingresos medios"	100,0	95,5	95,5	83,5	79,6
Hogares con "altos ingresos"	100,0	93,3	93,3	85,0	86,7

Los hogares de "bajos ingresos", que contaban con una participación netamente inferior a la equidistribución (25% del ingreso), la ven reducida aún más. Sin embargo, se evidencia una mínima recuperación entre 2001 y 2002, seguramente influido por la percepción de planes asistenciales.

Los hogares de "ingresos medios" que estaban bastante cerca de la participación "ideal" en 1999, también vieron reducida su participación, en especial entre 2001 y 2002.

<sup>8</sup> El crecimiento de este coeficiente es lineal entre cero (igualdad perfecta) y uno (desigualdad perfecta), y mide la relación que existe entre la dispersión de los ingresos y la concentración de la distribución de los ingresos.

Los hogares de "ingresos altos" tuvieron una evolución diferente en su participación que se mantuvo en 1999 y alcanzó un nivel superior a partir del 2000.

En las medidas seleccionadas para medir la evolución del ingreso, se destaca:

- La caída de los bajos ingresos es superior a la del resto, indicando claramente quiénes fueron los más perjudicados. Cabe señalar que la mayor pérdida se verifica entre los años 2000 y 2001, y se sostiene en el último año.

- Los ingresos medios, en cambio, continuaron en 2002 la pérdida iniciada en 2001.

- Sólo los ingresos altos han logrado comenzar a recuperarse en el último año, después de haber sufrido su mayor caída, como el resto, entre 2000 y 2001.

### III.2 Las ciudades del interior del país y el Gran Buenos Aires

Como se observa en el Cuadro 3.7, el coeficiente de Gini corrobora que ha sido en el área Metropolitana donde se verifica un

**CUADRO 3.7**  
Ciudades del interior del país y Gran Buenos Aires: Indicadores del ingreso familiar

Ingreso familiar	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Coefficiente de Gini</b>					
Ciudades del interior del país	0,4516	0,4460	0,4574	0,4639	0,4644
GBA	0,4761	0,4655	0,4733	0,4978	0,5006
<b>Participación en el ingreso de hogares "bajos ingresos"</b>					
Ciudades del interior del país	8,9%	9,0%	8,4%	8,0%	8,0%
GBA	8,2%	8,6%	8,1%	7,4%	7,2%
<b>Participación en el ingreso de hogares "ingresos medios"</b>					
Ciudades del interior del país	24,4%	24,9%	24,7%	24,7%	24,2%
GBA	23,4%	24,1%	24,3%	23,5%	21,2%
<b>Participación en el ingreso de hogares "ingresos altos"</b>					
Ciudades del interior del país	31,9%	32,5%	33,1%	33,6%	33,3%
GBA	34,9%	34,1%	34,2%	35,7%	36,6%



aumento importante de la desigualdad de ingresos durante todo el período. En el promedio de Ciudades del Interior del País se ha registrado una variación más leve y se inicia un año después, en 2000.

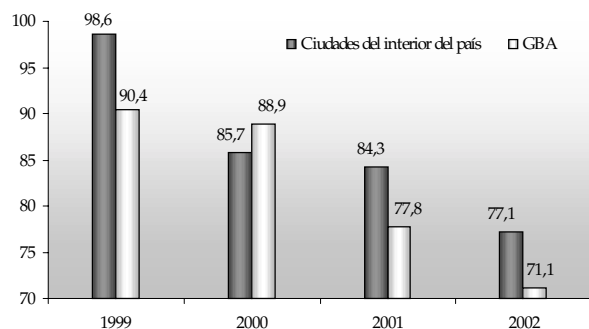
La participación en el ingreso ha tenido un comportamiento diferente entre el área metropolitana y el interior del país. Los hogares de "bajos ingresos" han sufrido una pérdida constante de participación en el Gran Buenos Aires desde 2000, en tanto que en el interior la pérdida se detiene en el último año. En esta última fecha están operando fuertemente los subsidios sociales percibidos por los hogares de menores ingresos. Sin embargo, han sido los hogares de "ingresos medios" los más afectados en el área metropolitana desde el año 2001.

Los hogares de "altos ingresos" del Gran Buenos Aires comienzan a incrementar su participación en el año 2000, la que continúa hasta el año 2002. En las Ciudades del Interior han tenido un comportamiento más errático, y en los últimos tres años se ubicó en porcentajes cercanos al 33%.

En los Gráficos 3.5 a 3.7 se presenta la evolución de los ingresos de los hogares tipificados.

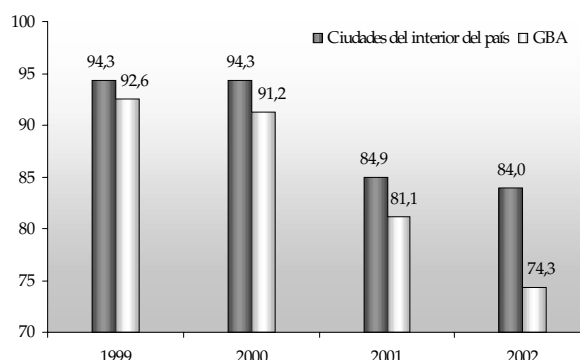
El ingreso que fija el conjunto de hogares de "bajos ingresos" (Gráfico 3.5) ha disminuido aún en las Ciudades del Interior

**GRAFICO 3.5**  
Hogares de "bajos ingresos": evolución del ingreso familiar  
Indice 1998 = 100



del País, donde esos hogares habían sostenido la participación en el ingreso. En el área metropolitana la caída ha sido aún mayor y sostenida durante todo el período.

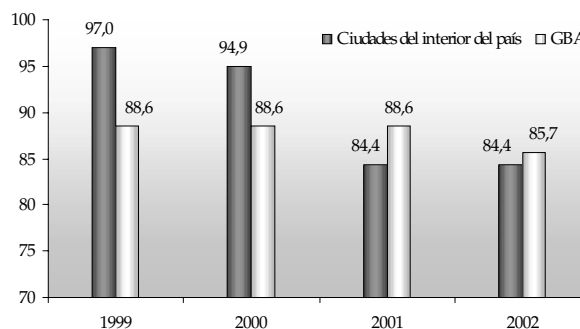
**GRAFICO 3.6**  
Hogares de "ingresos medios": evolución del ingreso familiar  
Indice 1998 = 100



El deterioro de los ingresos de los hogares de "ingresos medios" (Gráfico 3.6) es notable en el área metropolitana, en tanto que no ha empeorado en el último año en las ciudades del interior del país.

Los hogares de "ingresos altos" (Gráfico 3.7) han recuperado ligeramente sus ingresos en el último año en las ciudades del interior del país. En el área metropolitana han mantenido un nivel más estable en todo el período analizado.

**GRAFICO 3.7**  
Hogares de "altos ingresos": evolución del ingreso familiar  
Indice 1998 = 100





### III.3 Las ciudades del interior por regiones

En el promedio de Ciudades del Interior del país se compensan comportamientos dispares, los cuales se pueden observar al evaluar la evolución de cada una de las regiones.

#### CUADRO 3.8

Regiones del Interior del País: evolución del ingreso de hogares de "bajos ingresos"  
Base 1998=100

Ingreso familiar	1999	2000	2001	2002
Cuyo	100,0	85,7	85,7	80,0
Noreste	90,0	80,0	66,7	66,7
Noroeste	88,2	88,2	82,4	73,5
Pampeana	97,2	91,7	83,3	77,8
Patagonia	90,0	90,0	90,0	80,0

Del Cuadro 3.8 se puede destacar:

- El nivel de deterioro de los hogares de las ciudades del Noreste ha sido el más elevado, a pesar de lo cual es la única región en la que se mantuvieron los niveles de ingresos en el último año.
- Las mayores caídas comienzan en 1999 en las ciudades del norte argentino (Noreste y Noroeste) y en la Patagonia. En Cuyo se registra en el año 2000 y en la región Pampeana en el 2001.

#### CUADRO 3.9

Regiones del Interior del País: evolución del ingreso de hogares de "ingresos medios"  
Base 1998=100

Ingreso familiar	1999	2000	2001	2002
Cuyo	103,3	96,5	86,9	86,9
Noreste	92,0	86,2	80,5	81,8
Noroeste	97,9	92,4	86,2	81,3
Pampeana	93,0	93,0	83,7	80,0
Patagonia	97,4	97,4	90,9	90,9

De la evolución de ingresos de los hogares de "ingresos medios" en el Cuadro 3.9 se destaca:

- La mayor pérdida relativa se registró en la región Pampeana, en tanto que la Patagonia fue donde más se sostuvieron.
- La pérdida sufrida entre los años 2000 y 2001 ha sido generalizada.
- En el último año se recuperaron en las ciudades del Noreste y se sostuvieron en Cuyo y en Patagonia.

#### CUADRO 3.10

Regiones del Interior del País: evolución del ingreso de hogares de "ingresos altos"  
Base 1998=100

Ingreso familiar	1999	2000	2001	2002
Cuyo	102,4	101,3	87,8	87,0
Noreste	93,0	83,7	82,8	74,4
Noroeste	92,0	83,2	82,0	80,0
Pampeana	100,0	101,4	90,9	90,9
Patagonia	94,3	88,6	84,3	85,7

Los ingresos de los hogares de "ingresos medios" han experimentado un comportamiento muy dispar. Del Cuadro 3.10 se puede destacar:

- La mayor pérdida relativa se registró en la región Noreste, que a diferencia de las demás regiones ha tenido además una pérdida importante en el último año.
- Se distinguen las ciudades de Cuyo y de la región Pampeana, en las que no experimentan disminuciones hasta el año 2001.
- Las ciudades de la Patagonia han recuperado parcialmente ingresos entre 2001 y 2002.

## MERCADO DE TRABAJO

### CUADROS ANEXOS

#### CUADRO ANEXO 3.1.

Ingresos familiares: hogares de "bajos ingresos"

*En \$ de setiembre de cada año*

	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Total aglomerados</b>	<b>400</b>	<b>398</b>	<b>350</b>	<b>300</b>	<b>300</b>
Ciudades del Interior	350	345	300	295	270
Gran Buenos Aires	450	407	400	350	320
Cuyo	350	350	300	300	280
Noreste	300	270	240	200	200
Noroeste	340	300	300	280	250
Pampeana	360	350	330	300	280
Patagonia	500	450	450	450	400

#### CUADRO ANEXO 3.2.

Ingresos familiares: hogares de "ingresos medios"

*En \$ de setiembre de cada año*

	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Total aglomerados</b>	<b>1.257</b>	<b>1.200</b>	<b>1.200</b>	<b>1.050</b>	<b>1.000</b>
Ciudades del Interior	1.060	1.000	1.000	900	890
Gran Buenos Aires	1.480	1.370	1.350	1.200	1.100
Cuyo	1.036	1.070	1.000	900	900
Noreste	870	800	750	700	712
Noroeste	1.021	1.000	943	880	830
Pampeana	1.075	1.000	1.000	900	860
Patagonia	1.540	1.500	1.500	1.400	1.400

#### CUADRO ANEXO 3.3

Ingresos familiares: hogares de "altos ingresos"

*En \$ de setiembre de cada año*

	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Total aglomerados</b>	<b>3.000</b>	<b>2.800</b>	<b>2.800</b>	<b>2.550</b>	<b>2.600</b>
Ciudades del Interior	2.370	2.300	2.250	2.000	2.000
Gran Buenos Aires	3.500	3.100	3.100	3.100	3.000
Cuyo	2.300	2.355	2.330	2.020	2.000
Noreste	2.150	2.000	1.800	1.780	1.600
Noroeste	2.500	2.300	2.080	2.050	2.000
Pampeana	2.200	2.200	2.230	2.000	2.000
Patagonia	3.500	3.300	3.100	2.950	3.000

**CUADRO ANEXO 3.4**  
Coeficiente de Gini

	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Total aglomerados</b>	<b>0,4721</b>	<b>0,4628</b>	<b>0,4729</b>	<b>0,4886</b>	<b>0,4898</b>
Ciudades del Interior	0,4516	0,4460	0,4574	0,4639	0,4644
Gran Buenos Aires	0,4761	0,4655	0,4733	0,4978	0,5006
Cuyo	0,4343	0,4365	0,4737	0,4505	0,4529
Noreste	0,4793	0,4669	0,4854	0,4889	0,4717
Noroeste	0,4540	0,4510	0,4500	0,4651	0,4686
Pampeana	0,4440	0,4356	0,4432	0,4581	0,4557
Patagonia	0,4517	0,4482	0,4478	0,4356	0,4626

**CUADRO ANEXO 3.5.**  
Participación en el ingreso total

	a) Hogares de "bajos ingresos":				
	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Total aglomerados</b>	<b>8,5%</b>	<b>8,7%</b>	<b>8,0%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,6%</b>
Ciudades del Interior	8,9%	9,0%	8,4%	8,0%	8,0%
Gran Buenos Aires	8,2%	8,6%	8,1%	7,4%	7,2%
Cuyo	9,8%	9,3%	8,4%	8,8%	8,2%
Noreste	8,2%	8,1%	7,4%	6,7%	7,6%
Noroeste	8,7%	8,9%	8,3%	7,6%	8,0%
Pampeana	9,4%	9,7%	9,0%	8,0%	8,5%
Patagonia	8,3%	7,9%	8,0%	8,6%	7,5%
	b) Hogares de "ingresos medios":				
	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Total aglomerados</b>	<b>23,9%</b>	<b>24,1%</b>	<b>23,9%</b>	<b>23,7%</b>	<b>22,2%</b>
Ciudades del Interior	24,4%	24,9%	24,7%	24,7%	24,2%
Gran Buenos Aires	23,4%	24,1%	24,3%	23,5%	21,2%
Cuyo	17,1%	17,0%	15,0%	16,2%	16,0%
Noreste	22,9%	24,0%	23,9%	23,7%	25,5%
Noroeste	23,9%	25,2%	25,3%	24,6%	23,9%
Pampeana	25,6%	25,6%	26,3%	25,2%	23,8%
Patagonia	24,2%	25,8%	26,0%	26,4%	25,7%
	c) Hogares de "altos ingresos"				
	1998	1999	2000	2001	2002
<b>Total aglomerados</b>	<b>33,8%</b>	<b>33,3%</b>	<b>34,3%</b>	<b>34,0%</b>	<b>34,3%</b>
Ciudades del Interior	31,9%	32,5%	33,1%	33,6%	33,3%
Gran Buenos Aires	34,9%	34,1%	34,2%	35,7%	36,6%
Cuyo	32,2%	32,8%	32,9%	33,1%	33,2%
Noreste	33,4%	32,0%	32,2%	34,2%	31,4%
Noroeste	33,4%	32,8%	32,4%	33,2%	34,7%
Pampeana	30,3%	31,5%	32,5%	32,8%	32,4%
Patagonia	33,4%	34,2%	32,6%	33,0%	33,8%



# Precios

## I. Introducción

■ En los primeros meses de 2003 se observó una marcada desaceleración de la inflación en Argentina, hasta lograrse cierta incipiente estabilidad de precios hacia mediados de año. Después del fuerte cambio de precios relativos que había tenido lugar a principios de 2002, en la segunda mitad del año la situación cambió marcadamente, ya que el tipo de cambio nominal se estabilizó y luego comenzó a caer, paulatinamente primero y más sensiblemente a partir del último trimestre del año pasado. La baja del tipo de cambio nominal acumulada desde entonces fue tan importante que alcanzó a generar un leve retroceso temporario de los precios minoristas en Mayo de 2003, un efecto de la caída previa de los índices mayoristas.

Con todo, los nuevos precios relativos a partir del nuevo régimen cambiario reflejaron la importante modificación operada a favor de los bienes transables y en contra de los no transables. Esta es una de las características salientes del nuevo contexto macroeconómico con respecto al imperante durante los años en que rigió la convertibilidad de la moneda nacional, ya que el tipo de cambio real (un precio clave tanto para la asignación sectorial de recursos como para las decisiones intertemporales de consumo e inversión) ha subido casi al doble de su nivel promedio durante el período 1991-2001.

El escenario macroeconómico previo a la salida de la convertibilidad, caracterizado por la recesión, la deflación y el alto desempleo, junto con la adopción de una política monetaria y fiscal

restrictiva, hicieron posible durante 2002 sostener una tasa de inflación relativamente baja frente a la magnitud de la depreciación cambiaria. La política fiscal desarrollada a lo largo de ese año permitió sólo leves aumentos del gasto primario nominal, lo que en la práctica significó una fuerte reducción en términos reales. Del lado monetario, ya desde mediados del año pasado se frenó la emisión para atender las necesidades del sistema financiero, al tiempo que los depósitos se incrementaron en un contexto de tasas de interés en baja y fuerte crecimiento del circulante. Finalmente, la política adoptada de diferir los aumentos en las tarifas de servicios públicos también contribuyó a mantener la inflación baja. La efectividad de las políticas adoptadas se demostró con una inédita revaluación nominal del peso, un hecho prácticamente desconocido en la historia económica argentina del último cuarto de siglo, e inesperado por la mayoría de los analistas.

En el primer trimestre de 2003 los precios implícitos del Producto Interno Bruto subieron 30,8% anual. Considerando promedios trimestrales (para efectuar adecuadamente la comparación con los del PIB), en dicho intervalo los precios minoristas aumentaron 35,7% anual y los mayoristas lo hicieron 82,3% (Cuadro 4.1). Así, los precios implícitos del PIB registraron una variación similar a la de los precios minoristas, debido al importante peso de los sectores no transables en el mismo. Por su parte, los precios combinados (mitad mayorista y mitad minorista) ascendieron 57,8% anual promedio en el primer trimestre del año, incrementos de magnitud no registrada desde

1990<sup>1</sup>. Considerando los aumentos de precios acumulados desde el final de la Convertibilidad hasta Mayo de 2003, resalta inmediatamente la gran desproporción existente entre la inflación minorista (44%), la inflación mayorista (112,7%) y el tipo de cambio nominal (178,9%) (Gráfico 1).

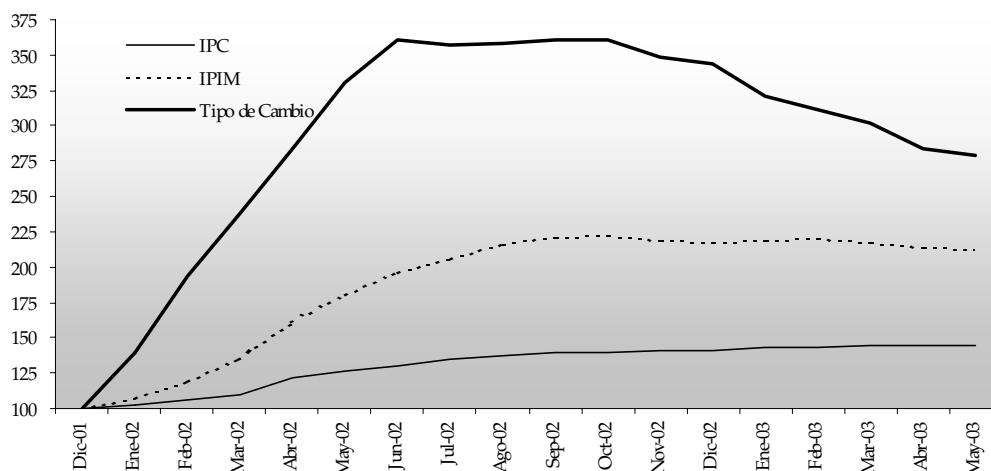
El incremento del tipo de cambio superó en casi 60% al de los precios mayoristas, mientras que este último fue dos veces y media mayor que el aumento de los precios minoristas, de tal forma que entre el aumento del tipo de cambio y el de los precios minoristas la relación se acercó a 4 a 1. En el Gráfico 4.1 se observa que durante los últimos meses los precios internos permanecieron marcadamente estables, en contraste con la tendencia a la baja del tipo de cambio nominal.

En términos de la tendencia inflacionaria (definida como la inflación trimestral anualizada), ya a fines de 2002 se desaceleró brutalmente la suba de los precios combinados, hasta hacerse casi nula en el primer trimestre de 2003 (sólo 0,5% anual), frente al récord de más del 200% anual alcanzado durante el

segundo trimestre de 2002 (ver Cuadros A4.2 y A4.3 del Apéndice Estadístico). Este freno abrupto estuvo explicado por la previa estabilización del tipo de cambio nominal que luego, al comenzar a caer, presionó a la baja primero sobre los precios mayoristas y finalmente sobre los minoristas. Como se había señalado en números anteriores de este Informe Económico, el pico inflacionario registrado en Argentina a mediados de 2002 estuvo ligado a una crisis financiera temporaria, derivada del abrupto abandono del régimen económico y monetario anterior, y no representaba una tendencia de largo plazo, en una economía mediana y relativamente abierta con alto desempleo y baja monetización. Por el contrario, las estimaciones más recientes anticipan para 2003 una inflación minorista de sólo un dígito, sensiblemente inferior incluso a la originalmente proyectada.

Los términos del intercambio externo mejoraron 15,6% anual en el primer trimestre de 2003, como resultado básicamente de una suba en los precios de las exportaciones, y en menor medida por una reducción en los precios de las importaciones. De esta

**GRAFICO 4.1**  
Precios Minoristas, Precios Mayoristas y Tipo de Cambio Nominal  
*Indices base Diciembre 2001 = 100*



<sup>1</sup> En este Capítulo, salvo indicación en contrario, las variaciones de precios se consideran en términos anuales. Esto significa que las cifras correspondientes a un determinado trimestre se refieren a la evolución que hubo entre el último mes de ese trimestre y el mismo mes del año anterior. Por ejemplo, en el primer trimestre de 2003 la variación correspondiente surge de comparar el índice de Marzo de 2003 con el de Marzo de 2002. Solo en el caso particular de los precios implícitos del PIB (y al compararlo con los otros índices) se utilizan los precios promedios de cada trimestre. Por otra parte, en oportunidades en que en alguna parte del Capítulo se haga referencia a las variaciones de corto plazo, es decir con relación a los periodos inmediatamente anteriores, se lo indica expresamente, y se habla en general de tendencia.

forma, aún con precios nominales relativamente bajos, a principios de 2003 este indicador se ubicó en sus mejores niveles de la última década. Los precios promedio de las commodities (excluyendo combustibles) en el mercado mundial subieron cerca del 10% anual en el primer trimestre de 2003, manteniéndose en esos niveles hasta Mayo. La mejora para los combustibles fue cercana al 45% en el primer trimestre, debido al contexto de incertidumbre que acompañó a la invasión de EE.UU a Irak. Hubo también fuertes ganancias anuales para los alimentos (11%) y demás materias primas agrícolas, pero la tendencia para los metales fue más débil (4,5%). Por el contrario, las manufacturas exportadas por los países industrializados, en particular bienes de consumo final y bienes de capital, no acompañaron esta vez a la recuperación de las commodities.

La desaceleración de la inflación minorista y mayorista continuó hasta Mayo de 2003 (último dato disponible al cierre de este Capítulo), dentro de un contexto financiero mucho más calmo.

En Mayo el tipo de cambio nominal había recortado al 179% la suba acumulada desde inicios de 2002 (fecha en que se produjo la modificación del régimen cambiario), con lo que el peso había recuperado 29% de su poder de compra externo desde sus mínimos de Junio de 2002. Cabe destacar que la evolución del peso argentino en ese período superó a la de las monedas de México y Brasil, que también se revaluaron (en especial el real brasileño). En Mayo de 2003 los distintos índices de precios tendían a converger: los minoristas registraron un aumento del 14,3% anual, los mayoristas uno del 17,4% anual, y los precios combinados uno del 15,9% anual (sumando estos últimos un incremento de 75,7% desde el final de la convertibilidad) (Cuadro 4.1). En contraste, resulta particularmente notable la estabilidad de precios en los últimos 9 meses, ya que el nivel actual de los precios combinados es inferior al de Septiembre de 2002.

El tipo de cambio real en 2002 superó con exceso sus niveles de los 11 años del período de convertibilidad, e incluso sobrepasó

**CUADRO 4.1**  
Indices de precios  
*Tasas de variación anual en % (1)*

Período	I P Combinado				I C	
	IPC	IPIM	(2)	IPIB	IPP	Construcción
I - 00	-1,1	5,0	1,9	4,4	5,0	-1,2
II - 00	-1,1	4,4	1,6	3,9	4,2	-1,8
III - 00	-0,7	4,4	1,8	3,9	3,9	-2,2
IV - 00	-0,7	2,4	0,8	1,9	2,3	-3,3
I - 01	-1,0	-0,7	-0,8	-0,5	-0,6	-1,1
II - 01	-0,3	-1,6	-1,0	-1,2	-1,0	-0,6
III - 01	-1,1	-4,1	-2,6	-4,4	-4,1	-1,1
IV - 01	-1,5	-5,3	-3,4	-5,7	-5,6	-0,5
I - 02	7,9	27,8	17,7	29,1	27,1	10,6
II - 02	28,4	87,9	55,9	90,8	87,5	27,3
III - 02	38,5	114,7	73,1	119,6	117,8	38,8
IV - 02	41,0	118,0	76,0	126,7	124,9	40,7
I - 03	31,7	62,2	46,5	64,2	66,2	26,9
<b>May'03 (*)</b>	<b>14,3</b>	<b>17,4</b>	<b>15,9</b>	<b>18,1</b>	<b>20,7</b>	<b>14,6</b>

(1) Tasas de variación anual al final de cada período. Ver nota 1 del texto.

(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.

## PRECIOS

los niveles promedio de la década del '80. No obstante, registró una importante baja del 29%<sup>2</sup> entre Junio de 2002 (cuando había alcanzado su nivel máximo) y Mayo de 2003, un efecto que se conoce en la literatura económica como corrección del overshooting (sobrerreacción). Hay que destacar que los años de convertibilidad se habían caracterizado por un nivel de tipo de cambio real acusadamente bajo en términos históricos (nivel que finalmente se reveló insostenible), pero simétricamente la depreciación del peso había llevado la divisa externa a niveles demasiado altos para la experiencia argentina, un hecho que

ahora se ha revertido parcialmente<sup>3</sup>. Si bien esta corrección implica cierta pérdida de competitividad y de ingresos fiscales, como contrapartida la caída del precio del dólar resta presiones inflacionarias a la economía, frena el deterioro del salario real, mejora las expectativas de los sectores no transables, reduce el aumento necesario de tarifas públicas y desalienta la fuga de capitales.

En el Cuadro 4.2 se presentan las tasas anuales de inflación anual minorista y mayorista de Argentina y de sus principales

**CUADRO 4.2**  
Tasas de inflación comparadas  
Variación anual, en % (1)

PRECIOS AL CONSUMIDOR							
Período	Argentina	Brasil	Chile	EEUU	Eurozona	Japón	Reino Unido
I Trim. 00	-1,1	5,8	3,0	3,8	2,1	-0,5	2,6
II Trim. 00	-1,1	5,6	3,3	3,7	2,4	-0,7	3,3
III Trim. 00	-0,7	7,0	3,7	3,5	2,8	-0,8	3,3
IV Trim. 00	-0,7	5,3	4,4	3,4	2,6	-0,6	2,9
I Trim. 01	-1,0	6,3	3,5	3,0	2,6	-0,4	2,3
II Trim. 01	-0,3	8,1	3,5	3,3	3,0	-0,5	1,9
III Trim. 01	-1,1	7,3	3,8	2,6	2,5	-0,5	1,6
IV Trim. 01	-1,5	9,4	2,8	1,5	2,1	-0,7	1,8
I Trim. 02	7,9	9,7	2,2	1,3	2,5	-1,2	1,0
II Trim. 02	28,4	9,0	2,0	1,1	1,8	-0,7	1,0
III Trim. 02	38,5	9,2	0,4	1,5	2,3	-0,2	0,1
IV Trim. 02	41,0	13,0	1,7	2,4	2,3	-0,1	1,1
I Trim. 03 (*)	<b>31,7</b>	<b>14,9</b>	<b>2,3</b>	<b>3,0</b>	<b>2,4</b>	<b>-0,4</b>	<b>1,4</b>

PRECIOS MAYORISTAS							
Período	Argentina	Brasil	Chile	EEUU	Eurozona	Japón	Reino Unido
I Trim. 00	5,0	16,6	11,9	4,5	4,9	-0,4	2,3
II Trim. 00	4,4	18,9	12,6	3,9	5,7	0,6	3,0
III Trim. 00	4,4	18,8	11,5	3,3	6,4	0,3	3,0
IV Trim. 00	2,4	12,1	7,7	3,6	5,4	0,7	2,7
I Trim. 01	-0,7	12,7	7,6	3,0	4,4	1,4	1,4
II Trim. 01	-1,6	14,3	8,4	2,6	3,4	-0,4	0,6
III Trim. 01	-4,1	11,1	7,9	1,7	0,8	-0,1	0,0
IV Trim. 01	-5,3	11,9	6,4	-1,1	-0,8	0,5	-1,3
I Trim. 02	27,8	9,9	4,2	-0,5	-0,6	-0,4	-0,3
II Trim. 02	87,9	10,9	3,3	-1,5	-0,7	0,1	0,0
III Trim. 02	114,7	18,2	3,0	-1,3	0,2	-0,2	-0,2
IV Trim. 02 (*)	118,0	35,4	3,2	1,6	1,7	0,1	0,2
I Trim. 03 (*)	<b>62,2</b>	<b>43,6</b>	<b>4,0</b>	<b>4,2</b>	<b>1,7</b>	<b>-0,2</b>	<b>0,8</b>

(1) Tasas de variación anual al final de cada trimestre

(\*) Datos provisorios

Fuente: FMI y The Economist.

2 Considerando el Índice de Precios Combinados (promedio de IPC e IPIM) como deflactor.

3 El tema del tipo de cambio de equilibrio fue analizado con mayor detalle en el Informe Económico N° 40.



socios comerciales. En el primer trimestre de 2003 Argentina experimentó, con gran amplitud, la mayor variación dentro del grupo, tanto para los índices minoristas como para los mayoristas. Esto fue un efecto de la fuerte depreciación del peso durante la primera mitad de 2002. Brasil por su parte se ubicó en segundo lugar, con tasas de inflación que resultaron las más altas desde el plan de estabilización de 1994. La fuerte depreciación del real de la segunda mitad de 2002 se reflejó en una inflación minorista que superó el 17% anual hacia Mayo de 2003, mientras que la mayorista sobrepasó el 42%. Estas altas tasas fueron incluso superiores a las que había sufrido el país tras la devaluación de principios de 1999. En los Estados Unidos la inflación minorista se desaceleró hasta 2,1% anual, a pesar de la marcada debilidad del dólar (un hecho que con posterioridad se acentuó), y se revirtió la deflación en los precios mayoristas. En Europa la inflación se mantuvo estable con respecto al trimestre anterior, alcanzando los índices minoristas y mayoristas un incremento cercano al 2% anual. Hacia mediados de año apareció la preocupación por las tensiones deflacionarias en EE.UU., una tendencia que podría luego trasladarse a Europa debido a la reciente valorización de su moneda.

## II. Precios del Producto Interno Bruto <sup>4</sup>

El índice de precios implícitos en el PIB del primer trimestre de 2003 subió 30,8% anual<sup>5</sup>, desacelerándose con relación al aumento registrado en el cuarto trimestre de 2002 (Cuadro 4.3). De acuerdo con la evolución de los índices de precios de los últimos meses, se estima que esta tendencia descendente se acentuaría en el segundo trimestre de 2003, cuando el aumento de los precios implícitos del PIB se acercaría a aproximadamente

**CUADRO 4.3**  
Índice de precios implícitos en el PIB  
de Sectores Productores de Bienes y Servicios  
Base 1993=100

Período	Índice de Precios Implícitos en el PIB	Variación Anual (%) (1)
1993	100,0	
1994	102,9	2,9
1995	106,1	3,1
1996	106,1	0,0
1997	105,6	-0,5
1998	103,8	-1,7
1999	101,9	-1,8
2000	102,9	1,0
2001	101,8	-1,1
<b>2002 (**)</b>	<b>134,1</b>	<b>31,8</b>
<b>2000</b>		
I trim.	102,2	0,1
II trim.	102,3	1,4
III trim.	103,9	1,5
IV trim.	103,2	1,1
<b>2001</b>		
I trim.	101,6	-0,6
II trim.	101,1	-1,1
III trim.	103,1	-0,7
IV trim.	101,3	-1,9
<b>2002</b>		
I trim.	109,3	7,6
II trim.	137,6	36,1
III trim.	140,7	36,4
IV trim. (**)	141,6	39,8
<b>2003</b>		
<b>I trim.</b>	<b>143,0</b>	<b>30,8</b>

(1) Ver llamada 3 del texto.

(\*) Relación entre el PIB a precios corrientes y a precios de 1993.

(\*\*) Cifras provisionarias.

Fuente: Elaborado sobre la base de INDEC

sólo 5% anual. No obstante, entre puntas el aumento registrado en el período enero-marzo de 2003 resultó de sólo 1%, lo que significa una tasa anualizada cercana al 4%. Por otra parte, considerando las últimas cifras revisadas del INDEC, el aumento promedio anual de precios del PIB durante 2002 resultó del 31,8%, revirtiendo así la tendencia a la deflación de este índice que se manifestaba ya desde 1996.

<sup>4</sup> Debe recordarse que, a diferencia de los otros índices, los precios implícitos del PIB son índices de Paasche (miden una canasta de bienes de ponderaciones móviles). Por lo tanto, cuando se realizan comparaciones entre dos períodos distintos, la variación de precios resultante se verá afectada por cambios en la canasta física de bienes considerada en cada uno.

<sup>5</sup> A diferencia de los otros índices utilizados en el Capítulo (ver nota 1, anterior), los precios implícitos del PIB se refieren a los promedios de cada período, ya sea el trimestre o el año.

## PRECIOS

Analizando en detalle los precios implícitos sectoriales, se verifica que durante el primer trimestre de 2003 los correspondientes a los sectores productores de bienes registraron con mucho la mayor suba, avanzando en promedio 63,5% anual, mientras que por el contrario los de los sectores productores de servicios se incrementaron sólo 12,1%. Estas variaciones fueron similares a las de los dos componentes del IPC. En efecto, los Bienes dentro del IPC aumentaron en promedio 56,2% anual, y los Servicios lo hicieron en 11,8%. Esto sucedió porque la depreciación del peso impactó con mayor intensidad en los productos transables (como lo son la mayoría de los sectores productores de bienes, exceptuando la construcción), que en los no transables (la mayoría de los servicios y la construcción). Los productos

transables o bien se exportan o se fabrican con insumos importados o son al menos sustitutos de las importaciones. Por el contrario, los servicios son en su gran mayoría no transables, y por lo tanto deben ser necesariamente consumidos dentro de un mercado interno con nivel de demanda todavía insuficiente, por lo que sus productores enfrentan un contexto adverso para aumentar precios. Como resultado de esta evolución, en el primer trimestre de 2003 la relación de precios entre los sectores productores de bienes y los de servicios aumentó agudamente (45,8%). Sin embargo, dicha relación retrocedió 7% con respecto al trimestre inmediato anterior, mostrando una recuperación de los precios de los servicios. Esto está indicando condiciones más favorables para operar en el mercado interno como

### CUADRO 4.4

#### Índice de precios implícitos en el PIB de Sectores Productores de Bienes y de Servicios Base 1993=100

Período	Precios Implícitos de Sectores Productores de Bienes	Precios Implícitos de Sectores Productores de Servicios	Relación de Precios Implícitos entre Bienes y Servicios	Variación Anual (%)
1993	100,0	100,0	100,0	
1994	100,7	103,2	97,5	-2,5
1995	104,4	106,7	97,9	0,4
1996	106,6	105,1	101,4	3,6
1997	106,5	104,1	102,3	0,9
1998	102,9	102,7	100,2	-2,0
1999	98,7	102,1	96,6	-3,6
2000	102,1	101,8	100,3	3,8
2001	99,0	102,8	96,3	-4,0
<b>2002 (*)</b>	<b>178,2</b>	<b>110,8</b>	<b>160,8</b>	<b>67,0</b>
<b>2000</b>				
I trim.	99,8	101,9	98,0	1,8
II trim.	102,1	100,5	101,6	4,2
III trim.	103,6	102,7	100,9	4,3
IV trim.	103,0	102,1	100,9	4,9
<b>2001</b>				
I trim.	100,2	101,1	99,1	1,1
II trim.	98,4	102,1	96,4	-5,1
III trim.	100,4	105,0	95,7	-5,2
IV trim.	96,9	103,1	94,0	-6,9
<b>2002</b>				
I trim.	117,2	104,2	112,4	13,5
II trim.	187,9	110,6	169,8	76,1
III trim.	197,6	113,6	173,9	75,8
IV trim. (*)	202,0	114,3	176,7	88,0
<b>2003</b>				
<b>I trim.</b>	<b>191,7</b>	<b>116,9</b>	<b>164,0</b>	<b>45,8</b>

(\*) Cifras provisionarias.

Fuente: Elaborado sobre la base de INDEC

consecuencia de la reactivación económica (Cuadro 4.4).

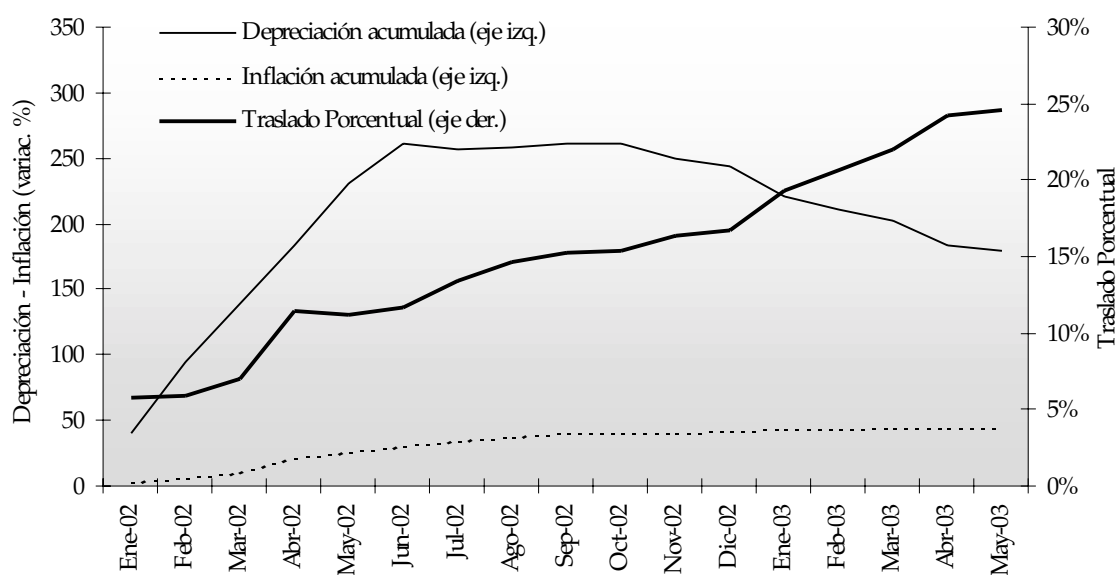
### III. Índice de Precios al Consumidor

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el Gran Buenos Aires aumentó 31,7% anual en el primer trimestre de 2003, debido básicamente a la fuerte depreciación del peso ocurrida en la primera mitad de 2002. Así, la inflación minorista registró un valor menor al de fines de 2002, que había sido de 41%. El nivel del año 2002 fue sin embargo muy inferior al promedio del período 1975-1988, previo a la convertibilidad, caracterizado por una inflación mucho más alta (260% anual sin considerar los años con hiperinflación). La inflación de 2002 no se produjo por generalizadas expectativas de subas de precios o por una huida masiva de la moneda nacional, como algunos analistas habían pronosticado equivocadamente. Ella se debió al aumento de costos en los bienes e insumos importados, y a la suba en los precios internos de los bienes exportables y sustitutos

de las importaciones provocados por la depreciación del peso. Esos movimientos fueron consecuencia de un necesario y abrupto cambio de precios relativos, no de una tendencia generalizada al aumento de precios. Los principales factores que contribuyeron a moderar el impacto de la depreciación del peso fueron en primer lugar las condiciones macroeconómicas de alto desempleo y recesión previas, la velocidad y magnitud del ajuste externo, el mantenimiento de un adecuado nivel de reservas internacionales, las medidas de restricción de liquidez bancaria y la contención del gasto público primario.

La suba de precios continuaba desacelerándose hasta Mayo de 2003 (último dato disponible al cierre de este Capítulo), alcanzando al 14,3% anual. Cabe señalar que el efecto de la depreciación nominal del peso sobre la inflación minorista (conocido en la literatura económica como “pass-through”) ha sido hasta la fecha del 24,6%, sólo una cuarta parte del total, desmintiendo así las tesis que subestimaban la posibilidad de un fuerte cambio de los precios relativos internos vigentes durante la época de la Convertibilidad (Gráfico 4.2).

**GRAFICO 4.2**  
**Efecto de la Depreciación del Peso sobre la Inflación Minorista (\*)**



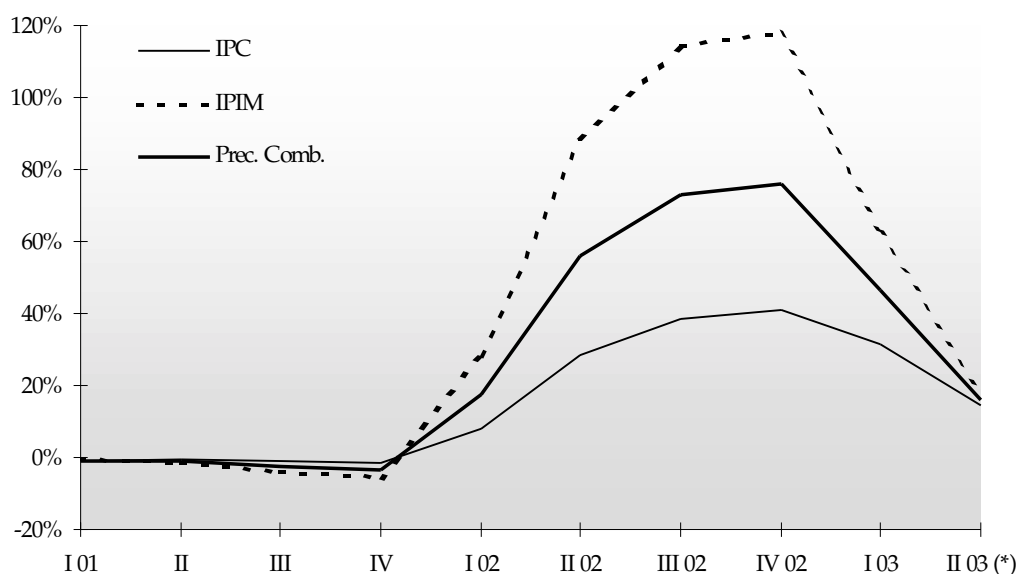
(\*) Relación porcentual entre la Inflación minorista y la Depreciación nominal acumulada

En el Gráfico 4.3 se observa la evolución comparativa de los distintos índices de precios. Se percibe inmediatamente la enorme brecha que se abrió entre los aumentos de precios mayoristas y los minoristas durante 2002. Por el contrario, hacia mediados de 2003 ambas tasas se desaceleraron fuertemente, y en los últimos meses muestran una tendencia a converger. Ello no

detuvo durante el tercer trimestre de 2002, y desde entonces comenzó a revertirse paulatinamente, lo que constituye un claro reflejo de la reactivación económica en curso (Gráfico 4.4).

Observando la evolución reciente del IPC, es posible construir un indicador de tendencia sobre la base del promedio móvil de

**GRAFICO 4.3**  
Tasas de variación interanual de los índices de precios minoristas,



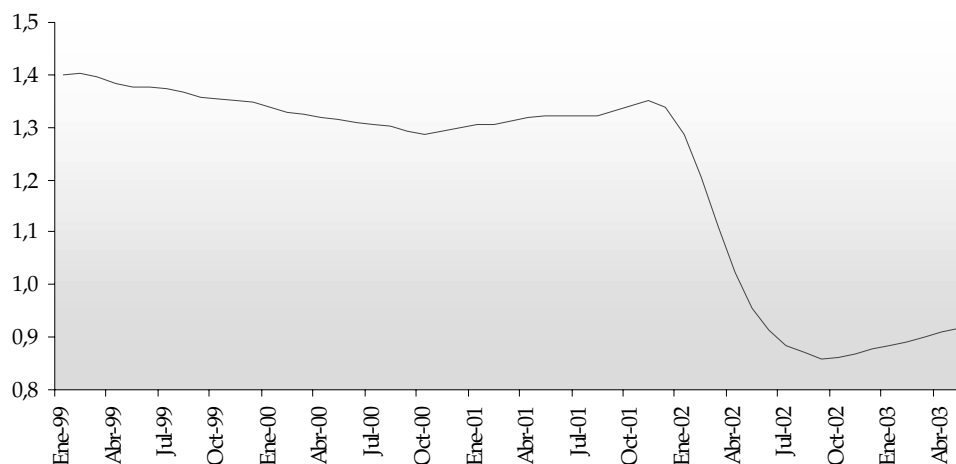
debe hacer olvidar el fuerte cambio de precios relativos doméstico producido por la depreciación cambiaria a favor de los precios mayoristas y el retraso relativo de los precios minoristas.

En el Gráfico 4.4 se representa la relación citada entre los precios mayoristas y los minoristas. La distinta velocidad en los aumentos de ambos índices ha provocado que esa relación haya caído 32% desde fines de 2001, ubicándose actualmente incluso por debajo del valor que tenía al principio de la Convertibilidad. Sin embargo, la caída relativa de los precios minoristas se

la inflación trimestral anualizada. Este indicador se representa en el Gráfico 4.5. Se destaca así marcadamente la fuerte suba de la tendencia inflacionaria durante la primera mitad de 2002, hasta alcanzar un valor máximo del 100% anual en Mayo del año pasado. En ese momento algunos analistas hablaron apresuradamente sobre el riesgo de una hiperinflación, sin considerar que tanto la caída de la demanda real como la restricción monetaria, y hasta la misma magnitud del ajuste externo, habrían de detener finalmente la escalada del tipo de cambio y

## PRECIOS

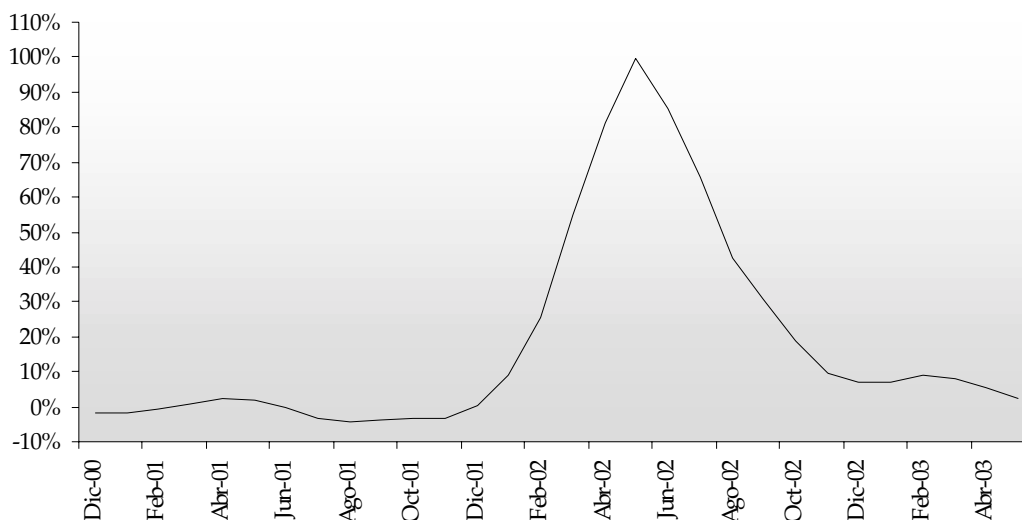
**GRAFICO 4.4**  
Precios Relativos Minoristas / Mayoristas  
Base Abril 1991 = 1



frenar el alza de precios. En la segunda mitad de 2002, en efecto, la tendencia inflacionaria inició un brusco descenso, que continuó hasta alcanzar valores del 5% anual o aún menores durante los últimos meses. Este súbito freno se debió básicamente al cambio de tendencia mencionado en la Introducción de este Capítulo.

Analizando la composición del IPC, en el Cuadro 4.5 se observa que la inflación fue consecuencia de subas generalizadas en todos los capítulos que lo integran, si bien de muy distinta magnitud. En los rubros más importantes de bienes, sectores que durante la Convertibilidad presentaron en general los precios más contenidos debido a la mayor competencia exter-

**GRAFICO 4.5**  
Tendencia de la Inflación Minorista  
Inflación Trimestral Anualizada (promedio móvil)



**CUADRO 4.5**

Tasas de Variación del IPC por capítulos (en %) (1)

Capítulo	Pond. (%) (2)	II 02	III 02	IV 02	I 03	May-03
Alimentos y Bebidas	31,29	36,7	58,1	57,9	47,0	<b>22,2</b>
Indumentaria	5,18	37,1	54,2	58,7	51,6	<b>24,2</b>
Vivienda	12,69	6,3	11,8	13,1	13,3	<b>9,5</b>
Equipamiento del hogar	6,55	43,2	50,2	54,2	31,3	<b>10,9</b>
Salud	10,04	26,4	29,0	27,9	24,2	<b>3,9</b>
Transporte y Comunicaciones	16,97	22,2	29,5	31,3	23,3	<b>11,2</b>
Esparcimiento	8,67	38,9	49,0	54,0	31,8	<b>15,0</b>
Educación	4,20	4,7	6,5	6,8	5,4	<b>2,9</b>
Bienes y servicios varios	4,43	34,9	40,6	40,5	25,4	<b>7,2</b>
<b>NIVEL GENERAL</b>	<b>100,00</b>	<b>28,4</b>	<b>38,5</b>	<b>41,0</b>	<b>31,7</b>	<b>14,3</b>

(1) Tasas de variación anual al final de cada período. Ver nota 1 del texto.

(2) Ponderación correspondiente a la base 1999=100

Fuente: INDEC.

na, los aumentos fueron mucho más fuertes que en los de servicios. En particular hacia el mes de Mayo pasado los aumentos anuales se anotaron especialmente en Alimentos y Bebidas (22,2%, si bien el incremento desde fines de 2001 resultó ser del 62,2%), el capítulo de mayor ponderación del IPC y el de mayor impacto social. Entre los principales ítems se destacaron los lácteos (38% anual), azúcar, miel y dulces (35%), y las carnes vacuna y aviar (34% promedio). Por el contrario otros rubros experimentaron una suba mínima (las verduras, 2%).

Entre todos los capítulos del IPC el incremento anual récord en Mayo de 2003 lo alcanzó la Indumentaria (24,2%, aunque desde el final de 2001 el alza total fue del 71%), en especial las telas e hilados (34%), y algo menos la ropa (27%) y el calzado (19%). En un rango intermedio se ubicaron los rubros de Equipamiento del Hogar (10,9%), Esparcimiento (15%) y Transporte y Comunicaciones (11,2%). En estos rubros de composición mixta (bienes y servicios) el encarecimiento reflejó los mayores costos de bienes durables en parte importados, o de bienes sustitutos de las importaciones pero elaborados con gran proporción de insumos importados (artefactos para el hogar, equipos de audio, video, televisión y fotografía, combustibles y lu-

bricantes). Por el contrario, las menores subas se percibieron en los capítulos integrados mayormente por servicios, destacándose Educación (2,9% de aumento anual y sólo 7,4% desde el final de la convertibilidad, ya que las cuotas de los colegios privados se mantuvieron prácticamente constantes), Salud (3,9% anual) y Vivienda (9,5% anual, porque si bien los alquileres se mantuvieron fijos, subieron los materiales para las reparaciones y algunas expensas).

Al analizar los precios relativos en el IPC, en el Cuadro 4.6 y en los Gráficos 4.6 y 4.7 se observa que hasta Mayo de 2003, y con relación al año anterior, subieron significativamente los precios de los bienes (18,4%), mientras que los correspondientes a los servicios crecieron más modestamente (8,2%) y en forma dispar. En efecto, los servicios privados se incrementaron aproximadamente 10,7% (si bien algunos como la televisión por cable, el turismo y la medicina prepaga superaron ampliamente esa cifra), mientras que los servicios públicos, cuyas tarifas se encuentran mayormente reguladas por el Estado, aumentaron sólo cerca del 4%, debido entre otras razones a los aumentos ocurridos en el correo privado, en algunas tarifas en ciertas

## PRECIOS

### CUADRO 4.6

#### IPC: Evolución de bienes y servicios

Indices (Abril 1991 = 100) y tasas de variación (en %) (1)

Promedio del Período	Bienes		Servicios				Precios relativos		
	Indice	Var.	Privados (2)		Públicos (3)		Serv. Priv./	Serv. Púb./	Serv. Púb./
			Indice	Var.	Indice	Var.	Bienes	Bienes	Serv. Priv.
<b>2000</b>	<b>131,38</b>	<b>-1,5</b>	<b>179,18</b>	<b>-0,6</b>	<b>193,94</b>	<b>1,0</b>	<b>136,38</b>	<b>147,62</b>	<b>108,24</b>
I - 00	131,65	-2,1	181,96	-0,5	192,47	0,6	138,21	146,19	105,78
II - 00	131,33	-2,1	178,76	-0,2	194,26	1,4	136,12	147,92	108,67
III - 00	131,39	-1,1	178,44	-0,7	195,04	1,1	135,80	148,44	109,31
IV - 00	131,16	-0,6	177,56	-1,0	194,01	0,9	135,38	147,92	109,26
<b>2001</b>	<b>129,60</b>	<b>-1,4</b>	<b>178,53</b>	<b>-0,4</b>	<b>197,70</b>	<b>1,9</b>	<b>137,75</b>	<b>152,54</b>	<b>110,73</b>
I - 01	130,54	-0,8	179,80	-1,2	194,05	0,8	137,73	148,65	107,93
II - 01	131,42	0,1	178,53	-0,1	199,30	2,6	135,84	151,65	111,63
III - 01	128,91	-1,9	178,58	0,1	198,88	2,0	138,53	154,28	111,37
IV '01	127,54	-2,8	177,23	-0,2	198,55	2,3	138,96	155,67	112,03
<b>2002</b>	<b>186,06</b>	<b>44,0</b>	<b>193,69</b>	<b>8,4</b>	<b>204,82</b>	<b>3,9</b>	<b>106,21</b>	<b>112,84</b>	<b>105,89</b>
I - 02	139,64	7,0	181,09	0,7	199,42	2,8	129,68	142,81	110,12
II - 02	184,64	40,5	189,83	6,3	203,76	2,2	102,81	110,35	107,34
III - 02	207,77	61,2	199,97	12,0	208,74	5,0	96,25	100,47	104,38
IV '02	212,19	66,4	203,88	15,0	207,36	4,4	96,08	97,73	101,71
<b>2003 (*)</b>									
I - 03	216,41	55,0	210,68	16,3	209,72	5,2	97,35	96,91	99,55
<b>May '03 (*)</b>	<b>217,35</b>	<b>17,7</b>	<b>210,20</b>	<b>10,7</b>	<b>211,39</b>	<b>3,7</b>	<b>97,39</b>	<b>97,03</b>	<b>99,63</b>

(\*) Cifras Provisorias

(1) Tasas de variación anual entre precios promedio 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 la vivienda, servicios de salud prepagos, médicos y odontólogos, turismo y educación formal. Reúnen un 32,8% del IPC en la nueva 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 nueva base 1999=100.

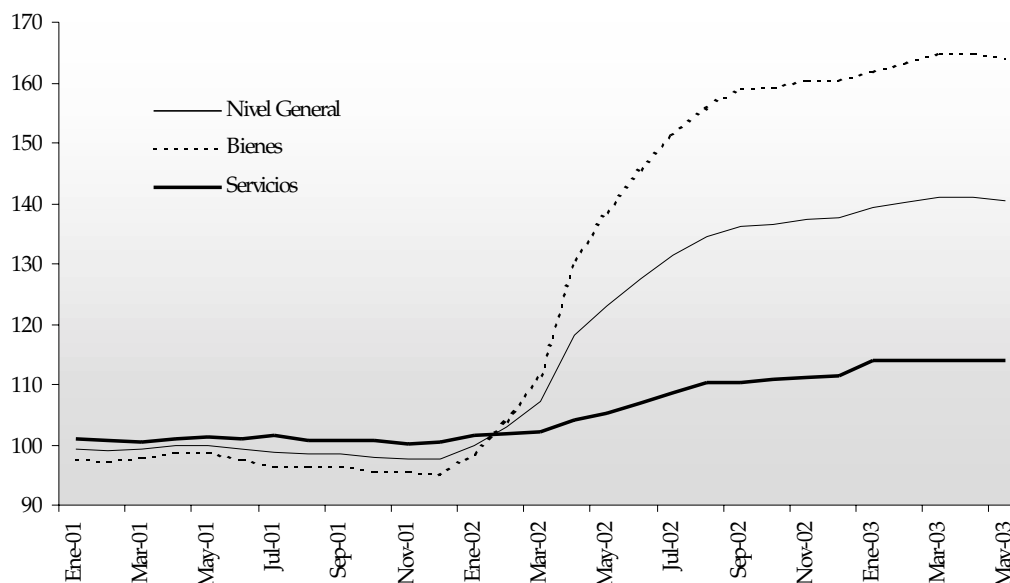
Fuente: Elaborado con información del INDEC.

provincias y en ciertos servicios telefónicos no regulados. Los primeros incrementos del 9% en la electricidad y del 7% en el gas natural que iban a comenzar a regir a principios de 2003 fueron impugnados judicialmente.

### Gráfico 4.6

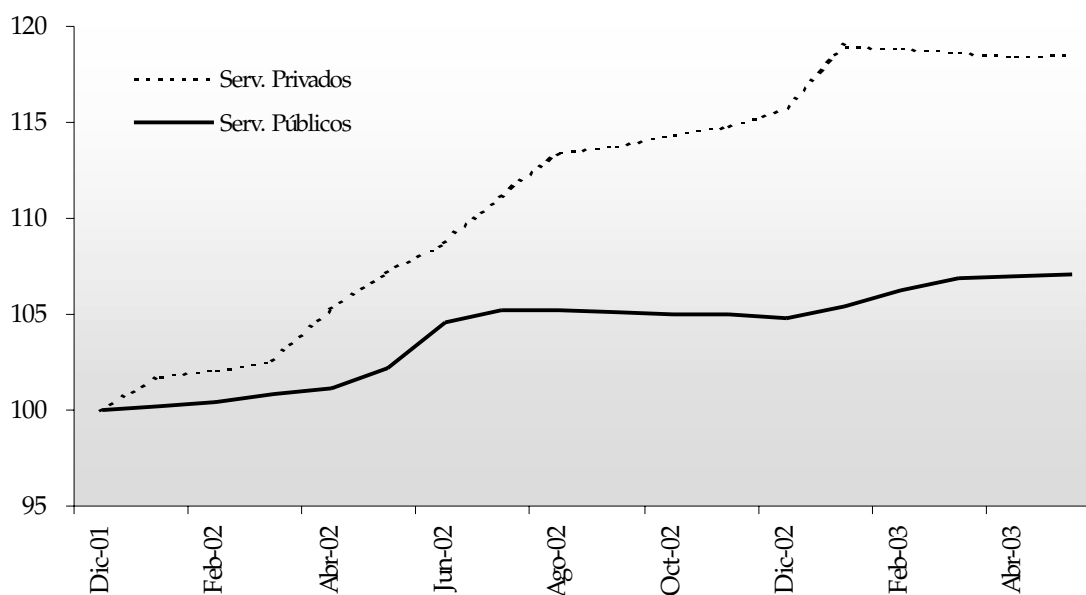
#### Indice de Precios al Consumidor - Bienes y Servicios

Base 1999 = 100





**GRAFICO 4.7**  
**Indice de precios al Consumidor - Servicios Privados y Públicos**  
*Indices base Diciembre 2001 = 100*



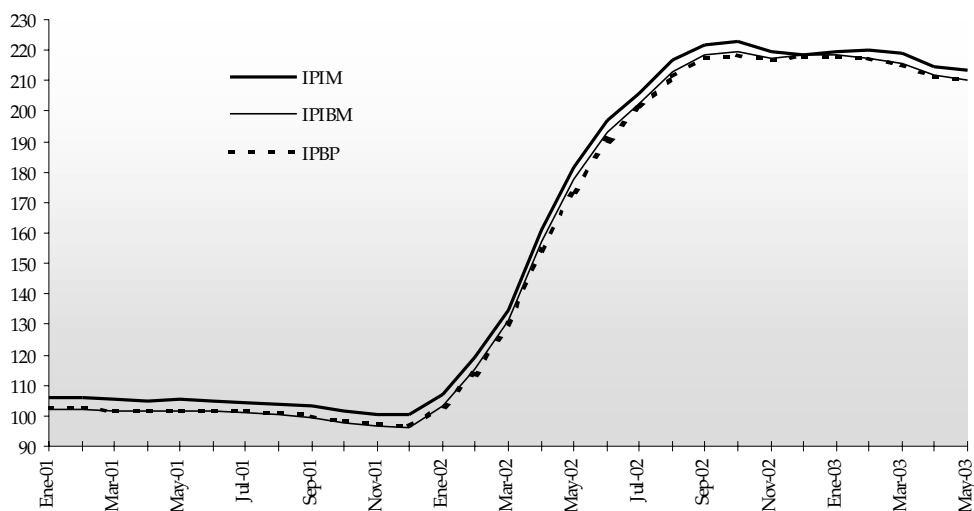
Como consecuencia de lo anterior, durante el último año cayó la relación de precios entre servicios privados y bienes (-7% de mayo a mayo), pero también retrocedió la relación entre los precios de los servicios públicos y los privados (-5%), invirtiéndose así el comportamiento que había caracterizado los últimos años de la Convertibilidad (en especial durante el período 1995 – 2001 cuando, después de la recesión provocada por el “efecto tequila”, los servicios públicos se encarecieron relativamente en un contexto de alto desempleo que impedía el alza de los demás precios). A partir de la depreciación del peso fueron los bienes los que aumentaron más rápidamente, mientras que por el contrario los servicios quedaron rezagados, y dentro de ellos los servicios públicos (los que más habían crecido hasta 2001) registraron hasta el momento una menor variación. No obstante, la tendencia más reciente muestra una ligera recuperación de los precios relativos de los servi-

cios privados desde fines de 2002 (Cuadro 4.6 y Cuadro A4.4 del Apéndice Estadístico).

#### IV. Indices de Precios Mayoristas

El Índice de Precios Internos Mayoristas (IPIM) subió 62,3% anual en el primer trimestre de 2003 debido a incrementos generalizados en todos sus componentes. No obstante, los avances fueron notablemente mayores en los productos nacionales (64,1%) que en los importados (44,8%), debido a que el aumento más importante del tipo de cambio se había verificado ya en el primer trimestre de 2002. Dentro de los productos nacionales la suba fue sensiblemente mayor para los productos primarios (88%), la mayoría de ellos exportables como los agropecuarios y los combustibles, que para los productos manufac-

**GRAFICO 4.8**  
**Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM)**  
*Nivel general - 1993 = 100*



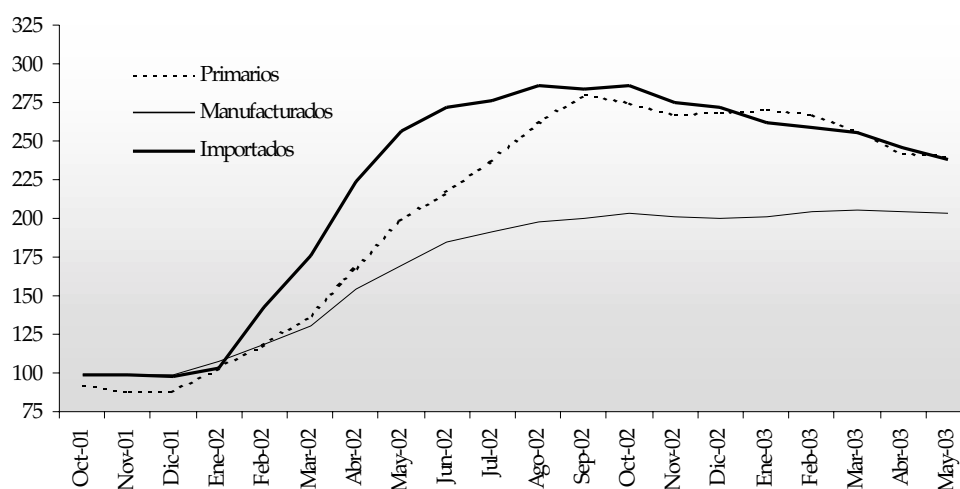
turados y la electricidad (57,5%), que son en gran medida sustitutos de las importaciones y se fabrican con determinada proporción de insumos importados.

Durante el primer trimestre del año sin embargo el nivel general del IPIM se mantuvo muy estable (varió 0,1% entre diciembre y marzo), debido a que el tipo de cambio nominal continuó cayendo y a que probablemente al momento de formar precios los agentes económicos habían previsto un tipo de cambio mayor. Por otra parte, evaluados en Mayo de 2003, los precios mayoristas han aumentado bastante menos que la depreciación nominal acumulada, alcanzando el pass through mayorista al 63% (pero sólo al 54% considerando los productos manufacturados nacionales). Esto implica que se verificó un importante aumento de la competitividad de la producción nacional frente a la extranjera, en particular entre los bienes sustitutos de las importaciones (como por ejemplo las autopartes, los neumáticos, los electrodomésticos, los muebles, los textiles y el calzado). Se revirtió rápidamente así la tendencia que se manifestaba durante la Convertibilidad y que constituyó uno de sus problemas fundamentales. Finalmente, en el bimestre Abril-Mayo de 2003

el IPIM retrocedió 2,5%, empujado por la continua baja del tipo de cambio nominal (Gráficos 4.8 y 4.9).

En el Gráfico 4.8 se percibe claramente: a) la fuerte escalada de los precios mayoristas durante la primera mitad de 2002, al compás de la aguda depreciación del peso; y b) la aparición de una tendencia estable desde Septiembre pasado, y aún deflacionaria posteriormente, derivada de las nuevas condiciones macroeconómicas. La escalada del IPIM ocurrida durante 2002 se concentró fundamentalmente en los productos importados, y en menor medida en los productos primarios. De este modo cayó muy significativamente la relación de precios entre los productos nacionales y los importados (-33% promedio en 2002), a la vez que aumentó 25% promedio la relación de precios entre los productos primarios (mayormente exportables) y los industriales (mayormente sustitutos de las importaciones). La caída del primer indicador representa un fuerte aumento de la competitividad de la producción nacional frente a la extranjera, hasta niveles no alcanzados durante toda la década del '90. No obstante cabe señalar que el valor mínimo del indicador se había alcanzado durante Mayo de 2002, y desde entonces los precios

**GRAFICO 4.9**  
**Indice de precios internos mayoristas (IPIM)**  
*Productos Primarios, Manufacturados e Importados*  
*Base 2001=100*



nacionales se recuperaron 30% frente a los importados. Ello revela condiciones más favorables para la sustitución de importaciones desde la segunda mitad de 2002.

El segundo indicador (productos primarios vs. industriales) refleja que la producción primaria es transable en mayor grado que la producción industrial en Argentina, debido a que en las manufacturas locales interviene una mayor proporción de insumos no transables como salarios, electricidad e impuestos. Sin embargo, también indica la posibilidad de que, dentro del nuevo contexto de precios relativos, se profundice la especialización productiva en favor del sector primario frente al industrial.

Evalutados hacia Mayo de 2003, los productos primarios que registraron mayores aumentos anuales fueron los minerales no metálicos, en gran medida rocas de aplicación para la industria de la construcción, que subieron 46%. Estos bienes recuperaron así el atraso relativo acumulado durante 2002. Atrás se ubicaron los productos agropecuarios (24,5%) y el petróleo y el gas (21,5% en promedio), mientras los productos pesqueros retrocedieron casi 20%. El precio de la electricidad creció apenas 11% en el último año por razones estacionales. De todas

formas, debido a la fuerte depreciación del peso la electricidad se abarató marcadamente para las industrias exportadoras. Con relación al aumento promedio anual de los productos manufacturados nacionales (20%), se destacaron los ocurridos en los sectores de productos refinados del petróleo (44%), minerales no metálicos (39%) y metálicos básicos (25%). Bien por debajo del promedio quedaron máquinas y aparatos eléctricos (2,2%), equipos y aparatos de radio y televisión (0,4%) y equipos para medicina (2,7%), sectores con uso importante de insumos importados que siguen más de cerca el comportamiento del tipo de cambio. En términos generales, si bien tras la salida de la convertibilidad aumentó la competitividad general en la industria, lo hizo más aún en ciertos sectores que utilizan relativamente pocos insumos importados (cuero y calzado, madera y muebles, alimentos y bebidas, máquinas y equipos). En cuanto a los productos importados, verificaron una caída anual promedio del 7%, que resultó sólo la mitad del retroceso del tipo de cambio nominal. Esto implica que el componente no transable de comercialización interna aumentó, o que las mejores condiciones económicas permitieron a los productores extranjeros recomponer sus márgenes.

El Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor (IPIB), que

## PRECIOS

**CUADRO 4.7**  
Sistema de índices de precios mayoristas  
Tasas de variación, en % (1)

<b>I. INDICE DE PRECIOS INTERNOS AL POR MAYOR (IPIM)</b>						
Período	Nivel Gral.	Productos Nacionales			Productos Importados	
		Total	Primarios	Manufacturados y Energía Eléctrica		
I - 00	5,0	5,3	24,3	1,1	0,3	
II - 00	4,4	4,7	18,6	1,4	1,3	
III - 00	4,4	4,7	14,8	2,1	0,0	
IV - 00	2,4	2,7	7,3	1,6	-1,9	
I - 01	-0,7	-0,6	-2,9	0,1	-2,8	
II - 01	-1,6	-1,5	-4,7	-0,6	-3,8	
III - 01	-4,1	-4,2	-14,7	-1,1	-2,3	
IV - 01	-5,3	-5,4	-16,6	-2,5	-3,5	
I - 02	27,8	23,5	29,1	22,1	91,2	
II - 02	87,9	80,4	102,1	74,6	199,4	
III - 02	114,7	108,0	179,8	90,0	211,6	
IV - 02	118,0	112,0	199,6	92,0	204,5	
I - 03	62,3	64,1	88,0	57,5	44,8	
<b>May-03</b>	<b>17,4</b>	<b>20,3</b>	<b>20,8</b>	<b>20,1</b>	<b>-7,3</b>	

<b>2. INDICE DE PRECIOS INTERNOS BASICOS AL POR MAYOR (IPIB)</b>						
Período	Nivel Gral.	Productos Nacionales			Productos Importados	
		Total	Primarios	Manufacturados y Energía Eléctrica		
I - 00	4,4	4,8	23,9	0,3	0,2	
II - 00	3,9	4,1	18,2	0,5	1,3	
III - 00	3,9	4,2	14,5	1,3	-0,1	
IV - 00	1,9	2,2	7,3	0,8	-2,0	
I - 01	-0,5	-0,4	-2,9	0,4	-2,8	
II - 01	-1,2	-1,1	-4,8	0,0	-2,6	
III - 01	-4,3	-4,6	-14,8	-1,3	-1,0	
IV - 01	-5,7	-5,9	-16,6	-2,9	-1,9	
I - 02	29,1	24,5	28,6	23,4	93,2	
II - 02	90,8	83,1	101,6	77,8	198,6	
III - 02	119,6	113,0	179,8	94,8	210,3	
IV - 02	126,7	120,8	203,9	100,2	206,2	
I - 03	64,2	66,4	91,1	59,1	44,2	
<b>May-03</b>	<b>18,1</b>	<b>21,2</b>	<b>22,9</b>	<b>20,6</b>	<b>-7,4</b>	

<b>3. INDICE DE PRECIOS BASICOS DEL PRODUCTOR (IPP)</b>					
Período	Nivel Gral.	Productos Nacionales			
		Total	Primarios	Manufacturados y Energía Eléctrica	
I - 00	5,0	5,0	24,7	0,3	
II - 00	4,2	4,2	17,8	0,6	
III - 00	3,9	3,9	13,5	1,2	
IV - 00	2,3	2,3	7,1	1,0	
I - 01	-0,6	-0,6	-3,7	0,3	
II - 01	-1,0	-1,0	-4,8	0,2	
III - 01	-4,1	-4,1	-14,0	-1,0	
IV - 01	-5,6	-5,6	-16,1	-2,6	
I - 02	27,1	27,1	32,7	25,5	
II - 02	87,5	87,5	108,4	81,6	
III - 02	117,8	117,8	184,7	99,6	
IV - 02	124,9	124,9	206,5	104,6	
I - 03	66,2	66,2	87,4	59,9	
<b>May-03</b>	<b>20,7</b>	<b>20,7</b>	<b>20,6</b>	<b>20,7</b>	

excluye a los impuestos contenidos en el IPIM, subió 64,2% anual en el primer trimestre de 2003. Por su parte, el Índice de Precios Básicos del Productor (IPP), que representa sólo a los bienes producidos en el país, se incrementó 66,2% en el mismo período. Las variaciones de sus rubros fueron en ambos casos similares a las del IPIM, observándose en los meses recientes los mayores avances en los productos nacionales (en el caso del IPIB), y dentro de los nacionales, aumentos superiores en los productos primarios con respecto a los manufacturados (tanto en el IPIB como en el IPP). Además, a semejanza del IPIM, la reciente tendencia descendente de ambos índices reflejó la estabilización del tipo de cambio (Cuadro 4.7).

### V. Costo de la Construcción

El Costo de la Construcción en el Gran Buenos Aires (ICC) subió 26,9% anual en el primer trimestre del año 2003. El incremento estuvo concentrado en el capítulo de Materiales, que representa casi la mitad del índice, y cuya variación llegó al 36,8%. Esto sucedió debido a que muchos materiales se fabrican con insumos importados (cañerías de cobre y plomo, aparatos de control eléctrico, cables y conductores), o son mayormente importados (ascensores) o derivados del petróleo (pinturas, alfombras sintéticas). Sin embargo, también el capítulo de Mano de Obra comenzó a registrar aumentos moderados (subió 13,9% anual), mientras que el de Gastos Generales (de menor importancia relativa y que incluye honorarios profesionales y gastos municipales) se incrementó a su vez 26,5%. Posteriormente, los datos provisorios de Mayo de 2003 muestran una inflación del 14,6% anual, si bien la tendencia reciente, desde principios de 2003, apunta ahora a un crecimiento de sólo 5% anual aproximadamente.

De este modo, desde fines de 2001 el nivel general de este índice evolucionó de forma mucho más parecida al IPC que al

IPIM, debido al relativamente mayor peso de los servicios en su composición. No obstante cabe destacar que, tras la depreciación del peso, la muy distinta variación experimentada por los rubros de Materiales y Mano de Obra ha incentivado relativamente las obras de refacción y remodelación (que utilizan comparativamente menos materiales) frente a las nuevas construcciones (Cuadro 4.8 y Cuadro A4.8 del Apéndice).

### VI. Tipo de Cambio

La fuerte depreciación del peso durante la primera mitad de 2002, su relativa estabilidad durante la segunda mitad y la tendencia a la apreciación en 2003, reactualizaron la importancia del análisis del tipo de cambio real y del tipo de cambio de equilibrio, dos temas que estuvieron, por motivos políticos o ideológicos, prácticamente ausentes del debate en la Argentina durante los años de la Convertibilidad. En este sentido, la observación atenta de la serie histórica del tipo de cambio real frente al dólar es reveladora de las grandes fluctuaciones que este precio clave ha experimentado durante los últimos 23 años. Estas fluctuaciones se han debido, entre otras razones, a las variaciones en los flujos de capitales internacionales, el comercio exterior, los precios internacionales y el ciclo económico doméstico e internacional (Gráfico 4.10).

En el año 2002 el tipo de cambio real con el dólar (medido por los precios combinados) superó ampliamente los valores que tenía durante todos los 11 años de vigencia de la convertibilidad. Incluso el indicador se acercó al muy alto promedio registrado para 1989 (año de la hiperinflación), que fue a su vez el valor más alto de la serie. No obstante en 2003 descendió, ubicándose en el segundo trimestre en niveles más normales, cercanos a los de 1985. Resulta entonces evidente que la magnitud y la velocidad de la depreciación nominal ocurrida hasta Junio de 2002, estuvo directamente relacionada con el mante-

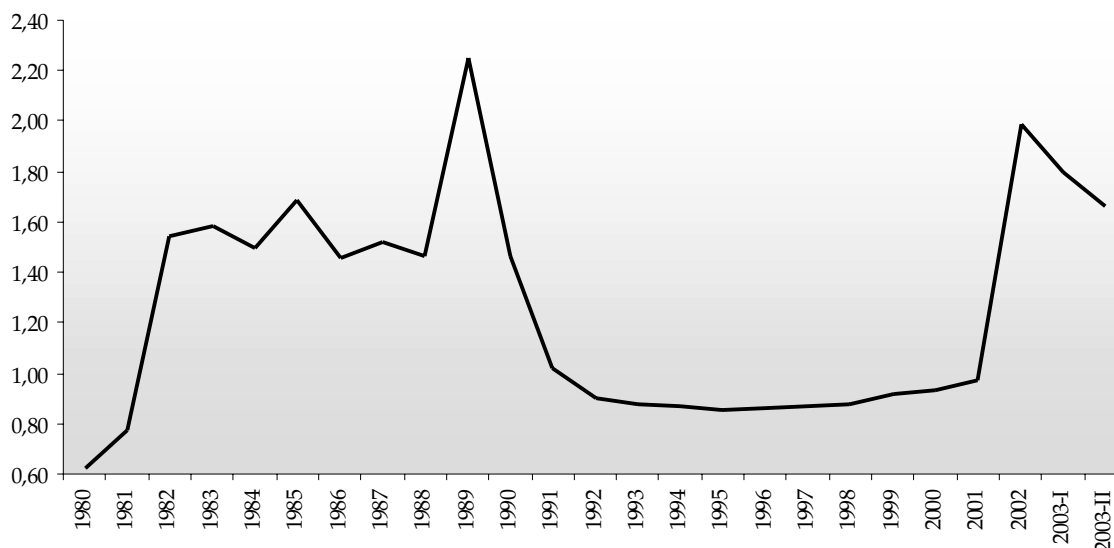
## PRECIOS

**CUADRO 4.8**  
Costo de la Construcción en el Gran Buenos Aires  
Indices (1993 = 100) y tasas de variación, en % (1)

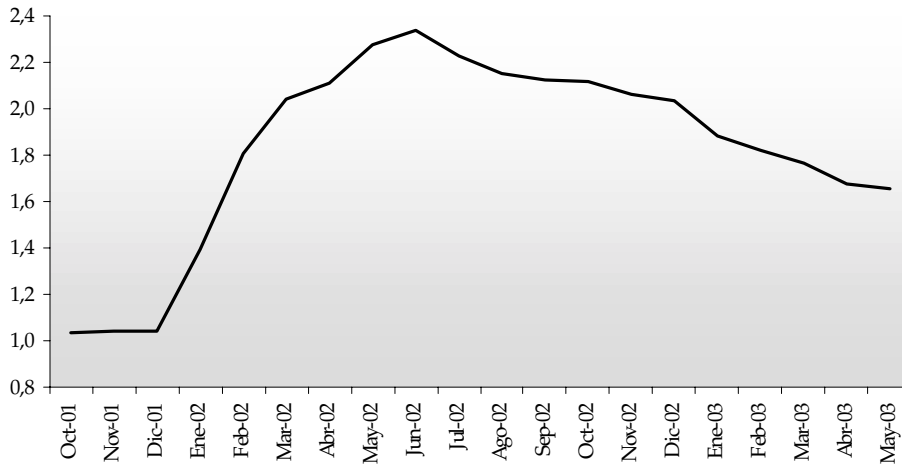
Fin de:	Nivel General		Materiales		Mano de obra		Gastos Generales	
	Indice	Var.	Indice	Var.	Indice	Var.	Indice	Var.
<b>1999</b>	<b>98,6</b>	<b>-0,3</b>	<b>100,2</b>	<b>-0,7</b>	<b>96,8</b>	<b>0,0</b>	<b>99,3</b>	<b>0,2</b>
I - 99	99,4	0,5	100,7	-0,9	97,8	1,7	100,8	1,9
II - 99	99,1	0,5	100,5	-0,7	97,4	1,4	100,2	2,0
III - 99	98,5	0,1	100,2	-1,0	96,7	1,0	99,3	1,1
IV - 99	98,6	-0,3	100,2	-0,7	96,8	0,0	99,3	0,2
<b>2000</b>	<b>95,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>98,3</b>	<b>-1,9</b>	<b>92,3</b>	<b>-4,6</b>	<b>97,5</b>	<b>-1,8</b>
I - 00	98,2	-1,2	100,0	-0,7	96,2	-1,6	98,9	-1,9
II - 00	97,3	-1,8	99,3	-1,2	95,0	-2,5	99,1	-1,1
III - 00	96,4	-2,1	98,8	-1,4	93,7	-3,1	97,9	-1,4
IV - 00	95,5	-3,1	98,3	-1,9	92,3	-4,6	97,5	-1,8
<b>2001</b>	<b>95,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>96,5</b>	<b>-1,8</b>	<b>93,2</b>	<b>1,0</b>	<b>96,7</b>	<b>-0,8</b>
I - 01	97,1	-1,1	98,0	-2,0	96,0	-0,2	97,8	-1,1
II - 01	96,8	-0,5	97,7	-1,6	95,6	0,6	98,0	-1,1
III - 01	95,8	-0,6	97,2	-1,6	93,9	0,2	98,0	0,1
IV - 01	95,0	-0,5	96,5	-1,8	93,2	1,0	96,7	-0,8
<b>2002</b>	<b>134,2</b>	<b>41,3</b>	<b>167,9</b>	<b>74,0</b>	<b>102,6</b>	<b>10,1</b>	<b>121,1</b>	<b>25,2</b>
I - 02	107,4	10,6	122,4	24,9	93,5	-2,6	100,2	2,5
II - 02	123,0	27,1	153,5	57,1	94,6	-1,0	110,0	12,2
III - 02	132,3	38,1	164,2	68,9	102,5	9,2	120,0	22,4
IV - 02	134,2	41,3	167,9	74,0	102,8	10,3	121,1	25,2
<b>2003</b>								
I - 03	136,3	26,9	167,5	36,8	106,5	13,9	126,8	26,5
<b>May '03 (*)</b>	<b>136,7</b>	<b>14,6</b>	<b>167,5</b>	<b>14,5</b>	<b>107,3</b>	<b>13,7</b>	<b>127,7</b>	<b>19,2</b>

nimiento forzado de un tipo de cambio por debajo de su nivel cambiaria. Este desequilibrio se manifestaba claramente en un contexto macroeconómico de tasas de desempleo y de ende-

**GRAFICO 4.10**  
Tipo de Cambio Real con el Dólar - Serie Histórica  
Deflactado por precios combinados - Base Abril 1991 = 1



**GRAFICO 4.11**  
 Tipo de Cambio Real con el Dólar - Evolución reciente  
 Deflactado por precios combinados - Base 2000 = 1



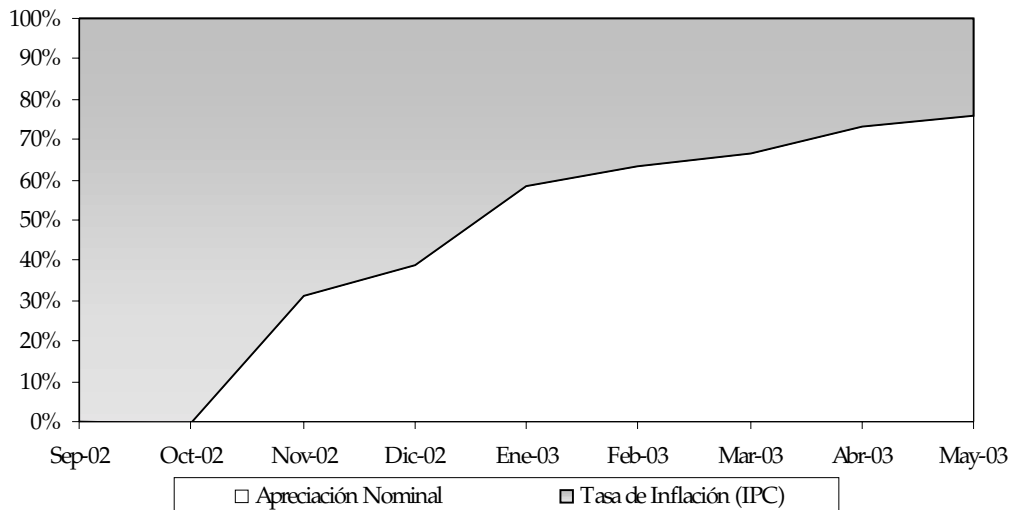
damiento externo crecientes, hasta demostrarse todo el modelo insostenible.

La evolución entre Junio de 2002 y el mismo mes de 2003 resultó muy diferente. Promediando el cuarto trimestre de 2002, el valor de la divisa norteamericana en el mercado mayorista inició una clara tendencia bajista. Aumentó entonces la intervención del Banco Central para sostener su precio, reabriéndose el debate sobre la paridad cambiaria más conveniente en el largo

plazo. En Noviembre el dólar promedio cayó 3% con relación al valor de Octubre, que era prácticamente el mismo de Junio, y posteriormente continuó cayendo ininterrumpidamente, acumulando 23% de merma nominal desde sus valores máximos. Debido a que la inflación continuó (aún cuando en pequeña medida), el tipo de cambio real cayó cerca de 30% en ese lapso (Gráfico 4.11).

Es interesante analizar con más detalle las causas de la caída del

**GRAFICO 4.12**  
 Explicación de la Baja del Tipo de Cambio Real (en %)





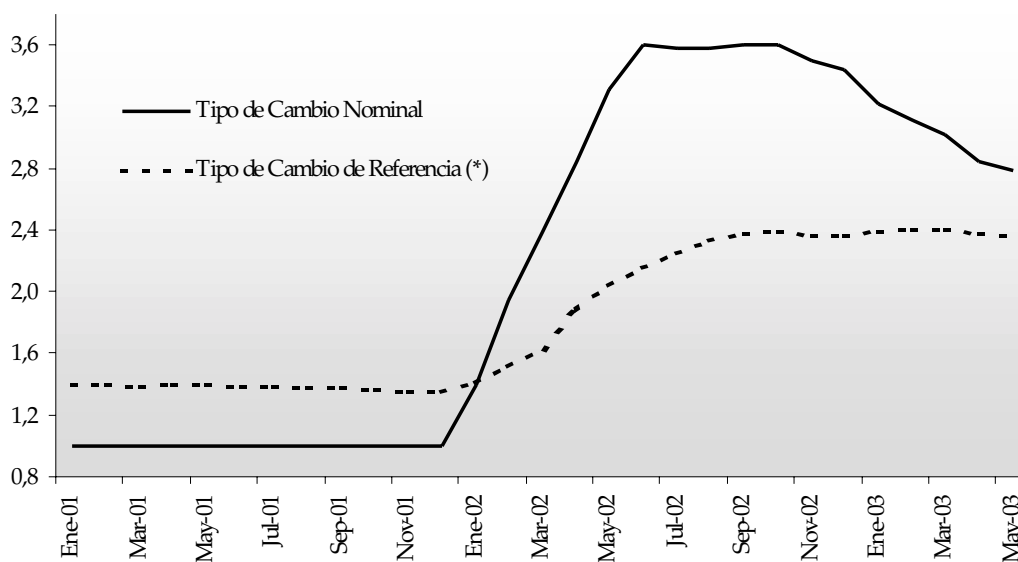
tipo de cambio real. Hacia mediados del año pasado los analistas que pronosticaron esta evolución descendente pensaron que la baja se produciría en forma gradual, básicamente mediante una paridad nominal estable y un paulatino crecimiento del nivel general de precios. Sin embargo, como lo muestra el Gráfico 4.12, la causa principal que explica hasta la actualidad el 75% de la caída es la disminución de la paridad nominal, un hecho prácticamente inédito en la Argentina de los últimos 25 años. Debido a que la tasa de inflación fue mucho menor a la esperada, el aumento de precios sólo explica la cuarta parte de la disminución del tipo de cambio real (Gráfico 4.12).

A fin de estudiar la evolución reciente del precio del dólar, es conveniente usar un valor de referencia que se aproxime más a sus niveles de equilibrio de largo plazo que las fluctuaciones del mercado cambiario. Para ello se adoptó como parámetro el valor

originalmente considerado adecuado por la administración económica que decidió el abandono de la paridad fija en Enero de 2002 (\$ 1,40 por dólar)<sup>6</sup>, ajustándolo desde entonces por la evolución de los precios combinados. Bajo la hipótesis de que aquella estimación constituía un buen “proxy” teórico del atraso cambiario anterior, el valor de equilibrio de la divisa con relación a cierto año base del período de convertibilidad (por ejemplo el año 2000) debería ubicarse aproximadamente un 40% por encima del nivel de precios combinados correspondiente a dicho período y los subsiguientes. Con este parámetro, la evolución del tipo de cambio de mercado frente al tipo de cambio de referencia así definido se representa en el Gráfico 4.13.

Se advierte claramente que la diferencia entre ambos valores alcanzó un rango máximo hacia Junio de 2002. A partir de entonces la brecha se fue cerrando paulatinamente, marcando

**GRAFICO 4.13**  
Tipo de Cambio Nominal y Tipo de Cambio de Referencia (\*)



(\*) Base 2000 = \$ 1,40 - Ajustado por la evolución de precios combinados (IPC e IPIM)

<sup>6</sup> Cabe señalar que en esos momentos la mayor parte de los analistas económicos no objetaba dicho valor. Tampoco los mercados de futuros, si bien informales, hacían presumir valores muy distintos.

una tendencia a la convergencia entre las dos variables. En valores porcentuales, la diferencia se redujo desde 67% en Junio de 2002 hasta sólo 18% en Mayo de 2003.

En el Cuadro A4.10 del Apéndice Estadístico se presentan otras estimaciones del tipo de cambio real bilateral con las principales monedas relevantes para Argentina. Comparando la variación ocurrida en los precios promedio, en Abril de 2003 el indicador cayó 14% anual frente al dólar usando como deflactor los índices minoristas, y también disminuyó 22% medido por los precios mayoristas<sup>7</sup>, puesto que la mayor parte de la depreciación del peso ya se había producido en Abril de 2002 y desde entonces se verificó una corrección. Por el contrario el tipo de cambio real tuvo aún una suba del 5% anual frente a la eurozona (medida por los precios minoristas). Esto sucedió debido a que en 2002 se inició la recuperación de la moneda única europea, hecho que se afirmó todavía más en 2003. Debido a factores tales como la guerra en Irak, la debilidad de la economía norteamericana y las diferencias en las tasas de interés entre Europa y Estados Unidos, el euro se valorizó 25% frente al dólar en el último año, llevando el total de la ganancia hasta el 35% desde sus mínimos de mediados de 2001.

Con relación a Brasil, el tipo de cambio real interrumpió la tendencia alcista registrada tras la devaluación argentina, y cayó fuertemente en la comparación interanual. Hacia Abril de 2003, medido por precios al consumidor el indicador retrocedió cerca del 27% anual. Esto sucedió debido a que, a diferencia del peso argentino (que se encuentra en prácticamente los mismos valores nominales de hace un año), el real brasileño continuó depreciándose frente al dólar durante el último año, y su más reciente tendencia alcista no alcanzó para compensar la ganancia de competitividad de la segunda mitad del año pasado (cuando el real

cayó ante la incertidumbre previa a las elecciones presidenciales brasileñas).

Finalmente es interesante destacar que, tras esta corrección, los actuales niveles de tipo de cambio real todavía resultan 100% superiores a los del período 1991-2001 frente al dólar o al euro, y un tercio superiores frente al real brasileño. Esto significa que, en la medida en que pueda mantener aunque sea parcialmente la ventaja lograda por el lado del tipo de cambio, actualmente el país tiene precios internacionalmente competitivos, independientemente de los niveles de productividad, incorporación tecnológica o desarrollo del capital humano, aspectos que sin duda deberían progresar a futuro.

## VII. Precios Internacionales de Productos Básicos

Los precios de las principales materias primas habían caído durante la segunda mitad de 2000 y todo el año 2001. En la segunda mitad de 2002 esa tendencia se detuvo, y el índice general creció casi 8% en el cuarto trimestre con relación al segundo. El petróleo, la materia prima más importante, había bajado en diciembre de 2001 hasta los U\$S 18 dólares por barril, pero se recuperó hasta los U\$S 28 en Septiembre de 2002, y posteriormente llegó a superar los U\$S 35 en los primeros días de Marzo de 2003. Los cereales y oleaginosas aumentaron fuertemente en el primer trimestre de 2003, debido básicamente a una caída en la cosecha norteamericana (Estados Unidos y Canadá, aunque también cayó en Australia) y a una reducción de los stocks. Influyó además un leve incremento de la demanda de alimentos en Asia y Medio Oriente. Similar comportamiento se observó en las restantes materias primas agrícolas, pero los metales en general no mostraron una tendencia alcista generalizada.

<sup>7</sup> La suba del indicador refleja una depreciación real del peso, y la baja equivale a una apreciación.

## PRECIOS

Según las estimaciones del FMI, el promedio de precios de commodities (excluyendo combustibles) creció 30% entre el primer trimestre de 2002 y el mismo período de 2003, registrando un nivel récord para la última década. No obstante, las ganancias se redujeron a sólo 5% anual en el bimestre Abril-Mayo. Las proyecciones indican que el indicador crecería fuertemente en 2003, y luego más lentamente hasta 2005. Esto llevaría sus precios hasta niveles superiores a los de los últimos 5 años. El débil desempeño de la economía mundial durante los últimos dos años, en particular en Estados Unidos, Japón y América Latina, debería revertirse a partir de 2003. Las variaciones de precios proyectadas para 2003 son muy positivas para los alimentos (8%) y para las restantes materias primas agrícolas (10%), y algo inferiores para los metales (5%). Los precios de las manufacturas crecerían suavemente y los del petróleo tenderían hacia valores entre U\$S 28 y U\$S 25 por barril, esto es, dentro del

rango superior de precios que la OPEP confirmó como meta en su última reunión de Junio. Recientemente el crudo bajó tras el final de la guerra en Irak, si bien se mantuvo en los U\$S 25 por barril. La vuelta de Irak como importante proveedor mundial, con un volumen de exportaciones que podría alcanzar los 2 millones de barriles diarios en pocos meses (un 8% de los 25,4 millones fijados como meta para toda la OPEP) y la recuperación de la extracción en Venezuela, deberían presionar los precios a la baja.

En los mercados internacionales de cereales el valor promedio del trigo para el primer trimestre de 2003 subió significativamente (18,5% anual), ubicándose no obstante, con U\$S 147 por tonelada métrica, en niveles bastante menores a los de la segunda mitad de 2002 (Cuadro 4.9). El precio del maíz se recuperó 16,5% anual en el primer trimestre del año, ubicán-

**CUADRO 4.9**  
Precios Internacionales de Productos Básicos  
*Tasas de variación anual, en % (1)*

Producto	Especificación de precios	Unidad	2 0 0 1				2 0 0 2				2 0 0 3
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.	I trim.
<b>Cereales</b>											
Trigo	USA (fob) Golfo de México	US\$/TM	21,5	19,1	9,8	-3,1	-4,6	-3,7	35,0	44,4	<b>18,5</b>
Maíz	USA (fob) Golfo de México	US\$/TM	-1,1	-7,6	18,2	-1,1	-2,2	5,9	18,7	21,3	<b>16,5</b>
Arroz	Tailandia (fob) Bangkok	US\$/TM	-24,2	-19,5	-8,1	-6,5	5,5	19,2	14,1	7,5	<b>3,1</b>
<b>Soja y Aceites Vegetales</b>											
Semilla de soja	USA (cif) Rotterdam	US\$/TM	-4,7	-16,6	2,0	-10,0	-6,4	7,9	11,7	27,1	<b>28,6</b>
Harina de soja	USA (cif) Rotterdam	US\$/TM	1,6	-8,0	1,7	-13,9	-7,0	-1,7	-2,7	1,7	<b>9,9</b>
Aceite de soja	Puertos Holanda (fob)	US\$/TM	-13,8	-10,4	23,2	22,4	17,6	30,0	21,6	44,3	<b>41,3</b>
Aceite de girasol	Puertos Holanda (fob)	US\$/TM									<b>1,7</b>
<b>Bebidas</b>											
Café	Promedio de El Salvador, Guatemala y México. New York.	US\$ cents/LB	-35,9	-25,8	-24,4	-18,6	-7,6	-9,4	-8,5	15,8	<b>6,6</b>
<b>Cultivos Industriales</b>											
Algodón	Indice Liverpool (cif)	US\$ cents/LB	13,3	-16,9	-28,0	-38,2	-28,3	-16,0	11,3	32,3	<b>37,9</b>
Lana Fina	Australia - Nueva Zelanda - U.K.	US\$ cents/Kg	-3,6	-9,3	-17,9	-30,9	-14,4	-15,0	0,8	61,7	<b>26,4</b>
Tabaco	USA. Tabaco no procesado	US\$/TM	-3,4	0,9	3,1	-0,3	-5,8	-8,9	-8,8	-5,1	<b>-0,3</b>
Azúcar	Promedio Nueva York - Londres	US\$ cents/LB	74,1	22,9	-21,0	-28,3	-33,0	-38,4	-24,1	2,8	<b>27,0</b>
<b>Metales y minerales</b>											
Cobre	U.K - Puertos Europeos (cif)	US\$ cents/LB	-2,4	-5,1	-21,2	-22,6	-11,3	-2,5	3,0	8,7	<b>7,0</b>
Aluminio	Puertos U.K. (cif)	US\$/TM	-4,0	1,7	-11,8	-12,7	-12,5	-9,8	-5,1	2,4	<b>1,0</b>
Mineral de hierro	Brasil Puertos Nordeste (fob)	US\$/TM	3,4	3,4	3,4	3,4	0,0	0,0	-3,3	-3,3	<b>-3,3</b>
Niquel	U.K Puertos N.O. Europeo (cif)	US\$/TM	-30,1	-28,8	-33,4	-31,5	-5,3	3,7	24,2	39,7	<b>34,0</b>
<b>Combustibles</b>											
Petróleo Crudo	Promedio U.K. Brent, Dubai, WTI	US\$/barril	0,8	-0,3	-15,9	-35,0	-21,8	-5,6	7,8	38,4	<b>49,5</b>
Gas Natural	Gas natural Ruso. Alemania.	US\$/ 1000 M3	38,1	30,7	5,3	-17,7	-33,9	-39,2	-33,4	-13,7	<b>12,9</b>

(1) Tasas de variación anual entre precios promedio del período (anuales y trimestrales)

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

dose con U\$S 106 por tonelada, en su mejor nivel en los últimos 4 años. El arroz avanzó modestamente 3,1% en el primer trimestre, y su cotización se acercó al menos al promedio anual de 2000. Este cultivo tiene sin embargo menor significación a las del trigo o el maíz para la Argentina, representando sus ventas externas sólo el 10% aproximadamente de las de cada uno de aquéllos. Las previsiones de precios del FMI pronostican un avance adicional del 6% para el trigo y del 19% para el maíz para 2003.

El precio de la carne vacuna en los mercados internacionales, durante el primer trimestre de 2003, se mantuvo en el nivel promedio de 2002, en valores cercanos a U\$S 2.100 por tonelada métrica. La reapertura de los embarques a Europa y hacia otros países (recientemente se añadió Chile) junto con la depreciación del peso, habían provocado en la segunda mitad de 2002 una recuperación del precio mayorista doméstico (en pesos) del orden del 150%. Sin embargo se verificó una reducción de la oferta, derivada tanto de la inercia que arrastraba el sector antes de 2002 como de la caída ocurrida en el consumo interno. De todos modos, debido a la reciente apreciación del peso se redujo la diferencia entre el precio internacional y el precio mayorista doméstico.

Los precios de la soja y sus derivados se mantuvieron altos en el primer trimestre de 2003. En el período enero-marzo, el aceite, que es el de mayor valor unitario, aumentó 41,3% anual, superando la cota de U\$S 500 FOB por tonelada (record para los últimos 4 años). En ese lapso la semilla ganó 28,6% respecto de igual período de 2002, mientras que la harina mejoró en menor medida (9,9%) en términos anuales. Se prevé que la demanda de harina de soja destinada a la alimentación del ganado subirá a mediano plazo en Europa. El sorgo se recuperó 23% anual durante el primer trimestre y alcanzó así sus mejores valores del último quinquenio. En lo que respecta al aceite de girasol, su

precio se mantuvo prácticamente invariable en el primer trimestre de 2003, ubicándose por encima de los U\$S 500 por tonelada. Este producto es menos importante dentro del comercio mundial, aunque representa para Argentina cerca del 10% de sus ingresos por exportaciones de productos primarios.

Otras materias primas agrícolas también progresaron durante el primer trimestre de 2003. El café avanzó 6,6% anual, pero sólo para volver a sus bajos niveles de 2001, los menores en los últimos años. Debido básicamente a la cosecha récord de Brasil, este cultivo llegó a tocar valores mínimos en 4 décadas. Por el contrario, el algodón aumentó 37,9%, y también la lana fina experimentó un salto del 26,4%, debido a la merma de la producción en Oceanía. El azúcar se recuperó 27% anual desde niveles históricamente muy bajos (un tercio por debajo del precio de 1996).

La caída de los precios de los metales comenzó a revertirse en la segunda mitad de 2002, pese a la sobreoferta de las industrias metalúrgicas a nivel global. Durante el primer trimestre de 2003 el cobre avanzó 7% anual, mientras que el aluminio sumó incrementos mínimos (1%). Sin embargo, este metal consiguió mantenerse durante 2002 y la primera mitad de 2003 por arriba de los U\$S 1.300 por tonelada métrica, tomándose su producción y exportación más relevantes en el nuevo escenario económico. Por su parte, si bien el valor del mineral de hierro disminuyó levemente, el níquel escaló un significativo 34% en el primer trimestre (ambos minerales son importados por Argentina). El FMI estima que los precios de los metales comenzarán a crecer más decididamente (alrededor de 5%) a partir de este año.

El precio promedio del petróleo experimentó un salto de casi 50% en el primer trimestre de 2003 frente a los niveles relativamente bajos de igual período de 2002. Influyó sensiblemente en esta suba el contexto de incertidumbre previo a la guerra entre Estados Unidos e Irak, además de una demanda mundial

sostenida. No obstante, si se consideran valores promedio anuales, durante 2002 el petróleo subió sólo 3% frente a 2001. Fue recién a principios de 2003 cuando el crudo se alejó de sus valores históricos para superar las cotas de U\$S 30 y hasta U\$S 35 por barril, frente a la coyuntura en el Golfo Pérsico. No obstante, posteriormente el petróleo WTI de referencia para Argentina cayó desde U\$S 34 en Marzo hasta U\$S 28 en Mayo. Por último, el precio del gas natural aumentó casi 13% anual en el primer trimestre de 2003, acompañando la tendencia general de los precios de la energía. No obstante, se ubica en valores sólo 16% superiores a los del último decenio, mientras que por el contrario el petróleo supera sus respectivos niveles en un 55%.

## VIII. Índices de Precios del Comercio Exterior y Términos del Intercambio

De acuerdo con las cifras del INDEC, en el primer trimestre de 2003 los términos del intercambio (relación entre los precios de las exportaciones y los de las importaciones) subieron significativamente, tanto en términos anuales como con relación al trimestre inmediato anterior. Los precios promedio de las exportaciones de bienes aumentaron 11,2% anual, mientras que los de las importaciones de bienes disminuyeron 3,8%. Esto tuvo como

### CUADRO 4.10

#### Índices de Precios del Comercio Exterior y de Términos del Intercambio

*Índices (1993 = 100) y tasas de variación, en % (1)*

Período	Índice de Precios de Exportación	Var. (l)	Índice de Precios de Importación	Var. (l)	Índice de Términos del Intercambio	Var. (l)
1993	100,0	0,2	100,0	-2,6	100,0	2,9
1994	102,9	2,9	101,4	1,4	101,5	1,5
1995	108,8	5,7	106,9	5,4	101,8	0,3
1996	115,9	6,5	105,6	-1,2	109,8	7,8
1997	111,9	-3,5	103,2	-2,3	108,4	-1,2
1998	100,3	-10,4	97,9	-5,1	102,5	-5,5
1999	89,1	-11,2	92,4	-5,6	96,4	-5,9
2000	98,0	10,0	92,4	0,0	106,1	10,0
2001 (*)	94,7	-3,4	89,9	-2,7	105,3	-0,7
<b>2002 (*)</b>	<b>91,1</b>	<b>-3,8</b>	<b>87,2</b>	<b>-3,0</b>	<b>104,5</b>	<b>-0,8</b>
<b>2000</b>						
I trim.	96,1	8,6	94,4	0,2	101,8	8,4
II trim.	97,2	11,0	93,3	1,4	104,2	9,4
III trim.	98,6	11,5	90,8	-0,5	108,6	12,2
IV trim.	100,0	8,6	91,3	-1,0	109,5	9,6
<b>2001</b>						
I trim. (*)	98,6	2,6	92,7	-1,8	106,4	4,5
II trim. (*)	93,8	-3,5	90,8	-2,7	103,3	-0,8
III trim. (*)	95,7	-2,9	88,2	-2,9	108,5	-0,1
IV trim. (*)	91,1	-8,9	86,6	-5,1	105,2	-4,0
<b>2002</b>						
I trim. (*)	88,4	-10,3	90,0	-2,9	98,2	-7,7
II trim. (*)	87,8	-6,4	87,2	-4,0	100,7	-2,5
III trim. (*)	92,4	-3,4	86,8	-1,6	106,5	-1,9
IV trim. (*)	95,8	5,2	85,3	-1,5	112,3	6,8
<b>2003</b>						
<b>I trim. (*)</b>	<b>98,3</b>	<b>11,2</b>	<b>86,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>113,5</b>	<b>15,6</b>

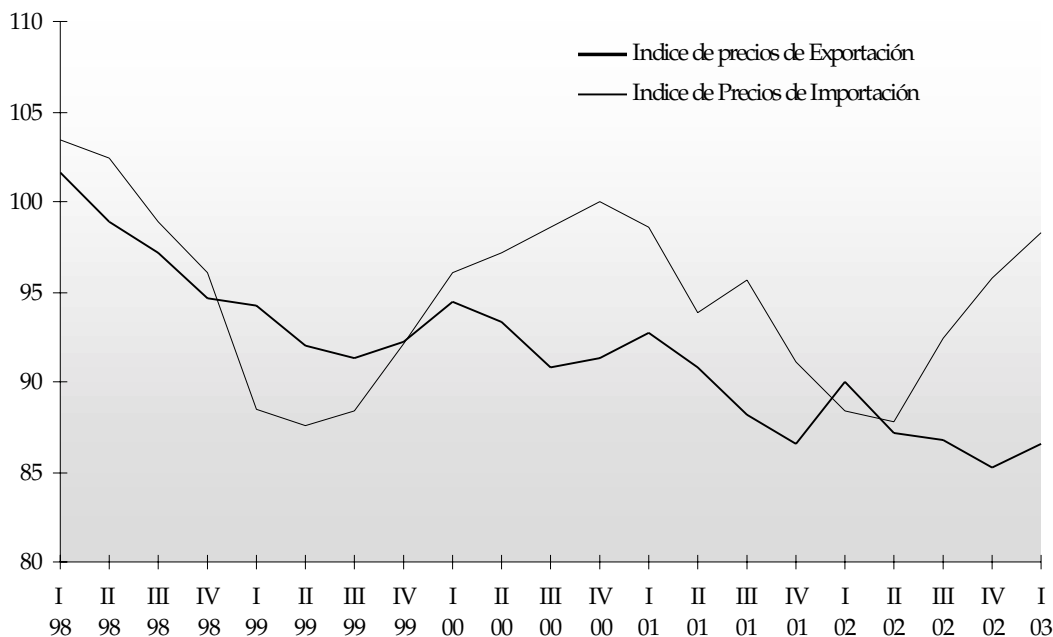
(1) Tasas de variación anual entre precios promedio de cada período.

(\*) Cifras provisionarias.

Fuente: INDEC.

## PRECIOS

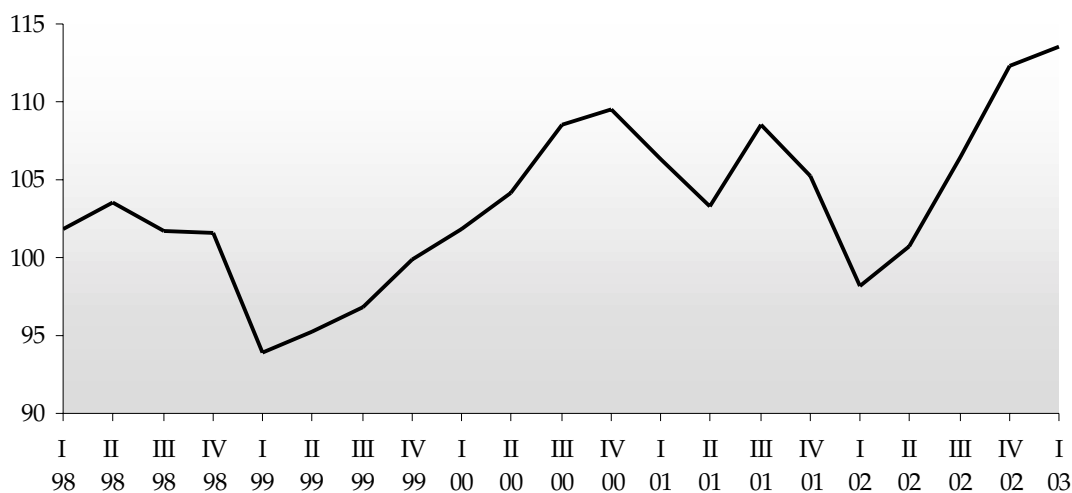
**GRAFICO 4.14**  
Indices de precios del Comercio Exterior  
*Evolución trimestral - Base 1993 = 100*



resultado una suba de los términos del intercambio del 15,6% anual. Análogamente, en la comparación con el cuarto trimestre de 2002 el indicador se recuperó 1,1%, para superar así los anteriores valores récord de 1996. Sin embargo, cabe destacar

que en términos absolutos los precios de las exportaciones e importaciones (en especial estos últimos) se encuentran relativamente bajos para los últimos 10 años (cuadro 4.10 y gráficos 4.14 y 4.15).

**GRAFICO 4.15**  
Indice de términos del intercambio  
*Base 1993 = 100*



Estadístico se presenta el índice de precios de las exportaciones argentinas desagregado por grupo de productos. En el primer trimestre de 2003 los precios de los productos primarios aumentaron marcadamente (16,3%) en términos anuales, mostrando también una tendencia positiva frente al trimestre inmediato anterior. Estos precios se recuperaron así desde sus valores mínimos para la última década, si bien están aún muy lejos de sus máximos del trienio 1995-1997. Las manufacturas de origen agropecuario presentaron de igual modo una variación anual positiva del 5,9%, y también mostraron un avance de 4,4% frente al período inmediato anterior. Los precios de las manufacturas industriales ganaron sólo 1,9% anual en el primer trimestre de 2003, pero debido a la debilidad de la demanda mundial descendieron levemente frente a los niveles del trimestre inmediato anterior. Al igual que las manufacturas agropecuarias, las MOI tocaron durante 2002 el menor precio promedio de la última década, pero aún parecen no haber hallado su piso. Finalmente, los combustibles y otros derivados del petróleo fueron el grupo claramente ganador, subiendo 42,8% anual, aunque avanzaron bastante menos frente al trimestre inmediato anterior. Este grupo muestra una tendencia positiva desde fines de 2001, en gran parte explicada por causas políticas internacionales. Adicionalmente, sus precios se ubican todavía en niveles más altos que el de los restantes grupos, siendo el rubro que más aumentó los volúmenes exportados durante la última década en Argentina.

En el Cuadro A4.12 del Apéndice Estadístico se presenta un cuadro similar al anterior, pero esta vez correspondiente a las importaciones de bienes. Los precios de los Bienes de Capital, que venían retrocediendo desde el año 1996, volvieron a caer. En el primer trimestre de 2003 perdieron 6,7% anual, y también mostraron una tendencia negativa frente al trimestre in-

mediato anterior. Los Bienes Intermedios, que también venían cayendo ininterrumpidamente desde 1996, retrocedieron 1,5% en términos anuales, aunque mostraron una tendencia a la recuperación frente al último trimestre del año pasado. En este grupo también se observaron durante 2002 los menores precios de la década, que resultaron 18% inferiores a los del año base 1993. Los Combustibles y lubricantes por el contrario avanzaron 16,4% en el primer trimestre de 2003, destacándose el hecho de que sus precios todavía se encuentran en niveles relativamente altos, aunque algo por debajo de los combustibles exportados. Las Piezas y accesorios para bienes de capital cayeron 3,7% en términos anuales, ubicándose no obstante en niveles relativos superiores a los de los propios bienes de capital. Continuaron así con la tendencia a la baja del período 1996 a 2001. Por último, los Bienes de Consumo se derrumbaron 10% anual en el primer trimestre de 2003, con tendencia reciente levemente positiva. Constituían hasta hace poco el grupo con menor volatilidad de precios, si bien en la segunda mitad de 2002 y principios de 2003 tocaron sus valores mínimos desde 1990. Tal caída probablemente esté relacionada con la fuerte depreciación del peso ocurrida durante 2002, que obligó a los productores extranjeros a resignar márgenes de comercialización para vender en el mercado argentino, o incluso con cambios en la composición de la canasta de bienes importados hacia productos con menor valor unitario. En términos generales, la fuerte baja del dólar contra el euro (18% anual entre los primeros trimestres de 2002 y 2003) no se reflejó en ninguna presión a la suba en los precios internacionales en dólares.

En el Cuadro 4.11 se presenta la estimación del poder de compra de las exportaciones argentinas y la ganancia (o pérdida) del intercambio. En el primer trimestre de 2003 se declararon exportaciones de mercancías por un valor aproximado de



## PRECIOS

**CUADRO 4.11**

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)
1993	13.117,8	100,0	13.117,8	0,0	343,3
1994	15.392,8	101,5	15.623,7	230,9	230,9
1995	19.267,6	101,8	19.614,4	346,8	115,9
1996	20.544,2	109,8	22.557,5	2.013,3	1.666,5
1997	23.620,1	108,4	25.604,2	1.984,1	-29,2
1998	26.361,9	102,5	27.020,9	659,0	-1.325,1
1999	26.160,1	96,4	25.218,3	-941,8	-1.600,8
2000	26.878,6	106,1	28.518,2	1.639,6	2.581,4
2001 (*)	28.099,4	105,3	29.588,7	1.489,3	-150,3
2002 (*)	27.885,2	104,5	29.140,0	1.254,8	-234,5
2003 - I trim. (*)	6.531,0	113,5	7.413,4	882,4	774,0

(\*) Cifras provisionarias.

Fuente: INDEC.

U\$S 6.531 millones medidas a los precios de 1993. Estas ventas representaron, a los precios promedio actuales, una ganancia resultante del intercambio de U\$S 882,4 millones frente a los precios prevalecientes en aquel año base, debido a que los términos del intercambio actuales superaron ampliamente a los de entonces. Si la comparación se realiza con respecto a los precios prevalecientes en el primer trimestre de 2002, la diferencia sigue siendo positiva e igualmente significativa (U\$S 774 millones), ya que dichos términos fueron mucho más bajos en promedio en 2002, pese a la recuperación que hubo en la segunda mitad.

Cabe destacar finalmente el resultado positivo de los términos del intercambio obtenido en 2002 que fue, según las cifras revisadas del INDEC, de U\$S 1.255 millones. Este guarismo, aunque menor en términos absolutos al del año 2001, resultó sin embargo de mayor importancia económica tras el cambio de precios provocado por la fuerte depreciación del peso. La ganancia del intercambio, en efecto, pasó de representar aproximadamente 0,6% del PIB en 2001 a 1,2% en 2002 (se duplicó en términos de producto). En caso de mantenerse con pocos cambios los precios del primer trimestre, las perspectivas son también buenas para el resto de 2003.

# Dinero y Bancos

## Panorama monetario

■ Durante los cinco primeros meses de 2003 se consolidó la tendencia positiva registrada ya a fines de 2002 en el panorama monetario. El aumento de la base monetaria, resultante fundamentalmente de las compras de divisas realizadas por el BCRA, fue la contrapartida de un incremento en la demanda de saldos reales derivado de la mayor confianza en la moneda doméstica, de la revisión a la baja de las expectativas de inflación y de la recuperación de la actividad económica en un contexto de normalización tanto del mercado cambiario y de capitales como del sistema financiero.

Con respecto a los meses anteriores, en enero se redujo la emisión monetaria debido a que el BCRA disminuyó las compras de divisas al sector privado y a que el sector público se convirtió en contractivo, debido al significativo incremento registrado en el superávit primario del Tesoro<sup>1</sup>. De esta forma, el BCRA pudo llevar a cabo una política monetaria más austera, la cual en febrero llegó a convertirse en contractiva. Debe señalarse que el BCRA adoptó medidas para flexibilizar gradualmente el mercado de cambios<sup>2</sup> y reducir su intervención en el mismo. La oferta de divisas resultante de un superávit comercial récord superó en

forma significativa a la demanda de divisas, resultando de ello un tipo de cambio con tendencia a la baja.

En tanto, las operaciones del BCRA con las entidades financieras generaron una contracción de la base monetaria durante enero debido a que el pago realizado por las entidades de primas e intereses de la asistencia recibida fue parcialmente compensado por la acreditación de la remuneración de sus cuentas corrientes por el BCRA. El nivel de reservas internacionales del BCRA alcanzó a fines de enero a U\$S 9.326 millones, con una caída mensual de U\$S 1.150 millones como consecuencia básicamente de los pagos realizados a los organismos internacionales.

Como se puede observar en el Cuadro 8.1, en febrero comenzó a disminuir la importancia de la liquidación de exportaciones como principal factor de expansión monetaria. En tanto, el impacto monetario de las operaciones del Gobierno fue moderado debido a que la cancelación de los adelantos transitorios fue parcialmente compensada por el ingreso de fondos de los organismos internacionales. Este ingreso de divisas fue el que,

<sup>1</sup> En enero de 2003 se realizaron adelantos al Tesoro Nacional por \$ 3.670 millones (además de transferencias de utilidades pendientes del año 2002 por \$ 477 millones). Sin embargo estos fondos no afectaron la base monetaria porque se destinaron al pago de obligaciones contraídas con organismos internacionales (en el marco del acuerdo con el FMI).

<sup>2</sup> Se flexibilizaron los pagos de servicios de capital e intereses financieros y utilidades y dividendos al exterior, se aumentó el límite de la posición general de cambios del 5% al 6% y luego al 8% y se incrementó de U\$S 100.000 a U\$S 150.000 el límite máximo de compra de divisas sin necesidad de autorización del BCRA. También se redujeron los plazos mínimos de financiación de importaciones de bienes de capital, y los plazos para la liquidación de exportaciones comenzaron a regirse por acuerdo entre exportador e importador. Además, se flexibilizó el pago anticipado de importaciones (inicialmente con los bienes de capital y luego con todas las restantes importaciones) y se elevó de U\$S 200.000 a U\$S 1.000.000 el monto mínimo de las operaciones de exportación cuyas divisas los bancos deben ceder al BCRA. Por último, para evitar los problemas ocasionados por la falta de líneas de crédito, el BCRA comenzó a actuar como verdadero intermediador de los agentes (Comunicaciones "A" 3.843, 3.844, 3.845, 3.846, 3.847, 3.859, 3.856, 3.619 del Banco Central).

CUADRO 8.1  
Oferta y demanda de Base Monetaria  
En millones de pesos

	Jul-02	Ago-02	Sep-02	Oct-02	Nov-02	Dic-02	Ene-03	Feb-03	Mar-03	Abr-03	May-03
<b>I. OFERTA DE BM</b>	191	252	633	607	292	956	-573	-117	7	-59	903
a. Asistencia al Tesoro	0	0	0	117	1.819	0	3.670	-880	-612	-100	2.100
b. Asistencia al Sist. Financiero	218	208	-3.575	-48	-62	-112	-142	-203	-158	-170	-285
c. Sector Externo Público	-2.753	-970	-28	-575	-1.762	-477	-4.646	1.925	144	319	-1.969
d. Utilización Cta. Gob. Nac.	2.821	986	4.077	862	202	1.055	436	-988	583	-99	83
e. Otros	-99	29	160	220	96	491	108	29	54	-17	169
<b>2. DEMANDA DE BM</b>	331	763	1.324	1.825	1.960	2.788	341	672	499	808	2.674
a. Circulante en poder del público	440	-358	-199	285	706	2.628	-205	364	292	379	805
b. Reservas Bancarias	-109	1.121	1.523	1.540	1.254	160	546	308	207	429	1.869
Circulante en banco	-129	215	140	168	180	100	-10	-61	38	49	77
Cuenta Corriente en el BCRA	20	906	1.383	1.372	1.074	60	559	369	169	380	1.792
<b>3. DESEQUILIBRIO (NEC. ABSORCION)</b>	-140	-511	-691	-1.218	-1.668	-1.832	-914	-789	-492	-867	-1.771
a. Intervención cambiaria	-433	-1.302	-718	-1.710	-1.583	-1.934	-1.680	-906	-519	-998	-2.332
b. LEBAC	293	791	27	492	-85	102	766	117	27	131	561
<b>RESERVAS INTERNACIONALES del BCRA (Stock en millones de dólares)</b>	8.986	9.102	9.404	9.883	10.022	10.476	9.326	10.289	10.517	10.971	11.374

Fuente: Sobre la base del BCRA (información al 2 de julio de 2003).

básicamente, generó el aumento de U\$S 963 millones registrado en las reservas internacionales del Banco Central durante esos meses. Cabe enfatizar que el nivel de reservas alcanzado a fines de febrero, U\$S 10.289 millones, implicó la recuperación de las reservas utilizadas por el BCRA en sus intervenciones en el mercado de cambios desde febrero de 2002.

En marzo el incremento en la expansión monetaria fue significativamente menor al de febrero. En efecto, si se tiene en cuenta la reducción de \$ 140 millones del stock de cuasimonedas provinciales<sup>3</sup>, la base monetaria amplia aumentó \$ 359 millones en el mes<sup>4</sup>. Por su parte, las reservas internacionales se incrementaron U\$S 228 millones, alcanzando a U\$S 10.517 a fines de marzo.

Por lo tanto, como resultado de las comentadas evoluciones mensuales el primer trimestre de 2003 evidenció un crecimiento moderado de la base monetaria, con una emisión primaria de

dinero derivada de la oferta de divisas proveniente del superávit comercial. Los factores de expansión monetaria estuvieron básicamente vinculados a fuentes externas y no a las necesidades de financiamiento de los agentes internos. Asimismo, cabe mencionar que el crecimiento de reservas por operaciones del BCRA con el sector privado (liquidaciones de comercio exterior e intervención) fue disminuyendo desde principios de 2003, evidenciando una progresiva normalización del mercado de cambios.

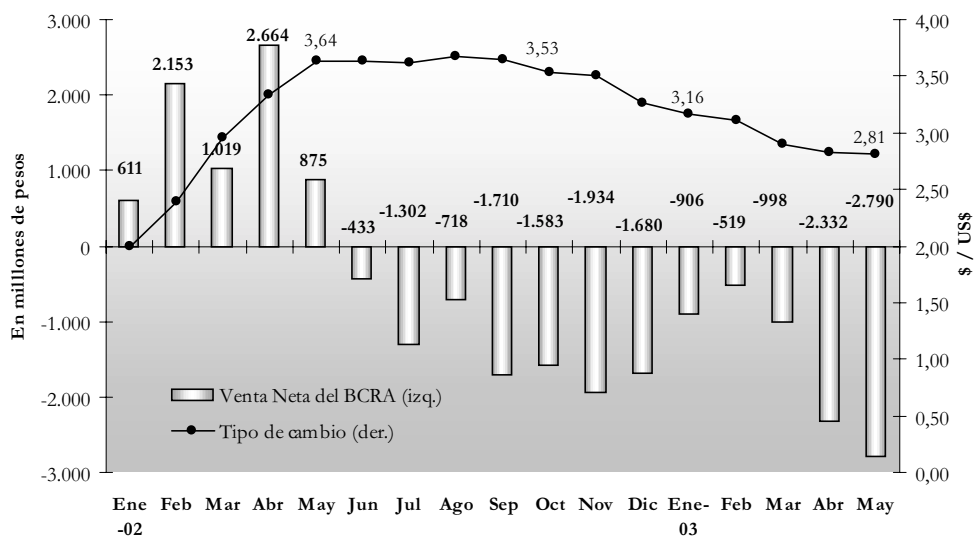
### Evolución reciente

La evolución más reciente muestra, en abril, una expansión de la base monetaria amplia de \$ 808 millones, la cual, en el contexto de baja inflación mensual, implica una demanda "genuina" de pesos por parte de los agentes económicos. Aunque las fuentes de creación de la base monetaria continuaron siendo las mismas que en los meses anteriores, se comenzó a registrar una reversión en la tendencia del principal factor de expansión, las

<sup>3</sup> Esta disminución del stock de cuasimonedas fue la consecuencia del retiro de circulación de bonos de la provincia de Córdoba (LECOR). Se trató de una reducción directa en el stock de bonos provinciales y no implicó un aumento en el stock de pesos. Por lo tanto, no estuvo vinculada al plan de rescate anunciado en marzo a través del Programa de Unificación Monetaria. En este programa (Decreto N° 743/03) se contempla la emisión de títulos públicos contra los que se emitirán pesos que rescatarán las cuasimonedas; los fondos de la Coparticipación Federal se aplicarán al repago de los bonos nacionales.

<sup>4</sup> Si se considera la evolución en términos reales, la base monetaria amplia sólo se incrementó 0,4% en marzo y 1,2% desde fines de 2002.

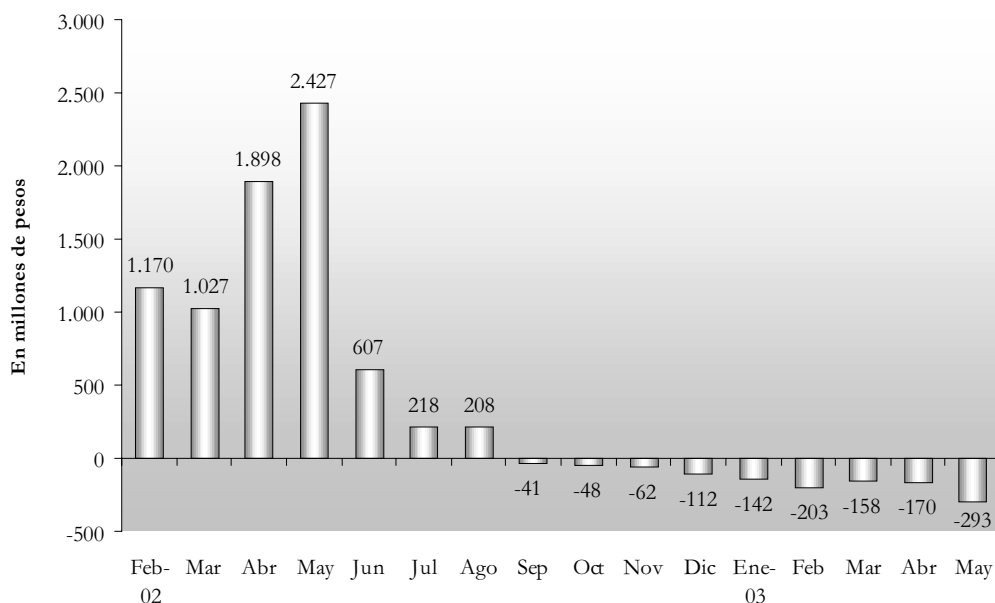
**GRAFICO 8.1**  
Intervención cambiaria del BCRA y tipo de cambio con el dólar USA



compras de divisas al sector privado. En efecto, en un contexto de apreciación del peso, aumentó la intervención del BCRA en el mercado de cambios, lo que implicó una inyección de pesos en el mes de aproximadamente \$ 1.000 millones (equivalente al doble del volumen de operaciones realizadas en marzo).

En mayo el BCRA continuó con una fuerte intervención en el mercado de cambios en virtud de los síntomas de deflación observados en la economía y con el propósito de evitar una mayor apreciación del peso. De esta forma, el principal factor que explicó el aumento de la base monetaria amplia en mayo

**GRAFICO 8.2**  
Asistencia del BCRA al Sistema Financiero  
En millones de pesos



fue el sector externo privado: las operaciones de compraventa de divisas del BCRA con el sector privado implicaron una expansión de base de \$ 2.332 millones, más del 50% de lo intervenido en los dos meses anteriores tomados en conjunto. En tanto, el efecto monetario del sector público fue muy reducido, mientras que el de la colocación de LEBACs y la cancelación de redescuentos por parte de las entidades financieras fue ligeramente contractivo.

Neto del rescate de cuasimonedas, el incremento de la base monetaria amplia en mayo alcanzó a \$ 1.702 millones. Una parte principal de tal incremento lo constituye el aumento de la liquidez bancaria, vinculada fundamentalmente al crecimiento de los depósitos del sector público resultante de la recaudación récord del Tesoro Nacional. El rescate de cuasimonedas iniciado a fines de mayo alcanzó a \$ 972 millones, e implicó un aumento del circulante en pesos con un cambio en la composición de la base<sup>5</sup>. Es importante destacar que se ha registrado una sustitución de cuasidinero de circulación limitada por dinero de circulación nacional. La expansión de base monetaria amplia basada en la monetización del superávit de cuenta corriente generó en el mes un aumento de U\$S 403 millones en las reservas internacionales del BCRA, las que alcanzaron a U\$S 11.374 millones a fines de mayo de 2003.

### Seguimiento de las metas monetarias

En enero de 2003 se concretó un acuerdo con el FMI por el cual se evitó entrar en la situación de incumplimiento (default) de la deuda con los organismos internacionales, y se consiguió

destrabar los préstamos del Banco Mundial condicionados al cumplimiento de tales obligaciones.

El acuerdo establece el otorgamiento de un crédito "stand by" para cubrir las obligaciones con el organismo internacional (incluidos los intereses) hasta agosto de 2003, y refinanciar aquellas obligaciones cuyos pagos estaban programados pero no eran exigibles. Por este acuerdo el gobierno argentino se compromete a cumplir con una serie de metas de naturaleza tanto fiscal como monetaria. Con respecto a estas últimas el BCRA se compromete a alcanzar un conjunto de metas de periodicidad bimestral fijadas por mutuo acuerdo a partir del 7 de enero de 2003. Las metas son tres, dos de ellas exigibles y una indicativa. 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)<sup>6</sup>. En tanto, la indicativa se refiere a un nivel máximo de base monetaria amplia (definida como circulación monetaria, cuenta corriente de las entidades financieras en el BCRA y el stock de cuasimonedas).

En el Cuadro 8.2 se presenta el grado de cumplimiento de las metas monetarias hasta mayo<sup>7</sup>. Se puede observar que las metas exigibles se han sobrecumplido ampliamente en todo este período y que tal sobrecumplimiento ha crecido a lo largo de los meses. En el caso de los activos internos netos, el creciente cumplimiento de la meta pone en evidencia que la base monetaria se expande contra el aumento de reservas; es decir, que la emisión monetaria se realiza con total "respaldo" de divisas.

La meta indicativa de base monetaria amplia no se cumple desde marzo. Los desvíos registrados deben interpretarse a la luz de

<sup>5</sup> Debe notarse que no toda la disminución del stock de cuasimonedas se convierte en circulación monetaria, ya que una parte se puede mantener en cuentas en pesos en el sistema bancario.

<sup>6</sup> Las RIN se miden en dólares y se definen como reservas internacionales brutas del BCRA menos los pasivos que el BCRA mantiene con el FMI; la meta se ajusta por el flujo neto de divisas con organismos internacionales. Los AIN se definen como base monetaria amplia menos las RIN. La cifra relevante para el cumplimiento de las metas es el promedio simple de los 10 días hábiles anteriores y posteriores a la fecha de medición (habitualmente, el último día del mes).

<sup>7</sup> Si bien las metas se han fijado bimestrales, el BCRA evalúa su desempeño con respecto a las mismas en forma mensual para fijar un marco más exigente para la ejecución y el control de la política monetaria.

CUADRO 8.2

Seguimiento de las Metas Monetarias acordadas con el FMI

Desvío entre los resultados observado y los acordados (\*)

En millones de pesos (AIN y BM) y millones de dólares (RIN)

	Año 2003				
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo
Activos Internos Netos (AIN)	-4.271	-5.502	-5.519	-5.631	-7.679
Reservas Internacionales Netas (RIN)	996	1.320	1.522	2.007	2.961
Base Monetaria amplia (indicativa)	-437	-421	341	2.098	3.722

(\*) En AIN y Base Monetaria amplia el signo negativo indica sobrecumplimiento y en RIN, el signo positivo indica sobrecumplimiento.

Fuente: BCRA.

la evolución de la situación macroeconómica. El mayor nivel de actividad, la menor tasa de inflación, la normalización gradual del sistema financiero y del mercado de cambios y de capitales justifican un crecimiento de la base monetaria amplia por encima de lo inicialmente acordado<sup>8</sup>.

### Agregados monetarios

En el Cuadro 8.3 se presenta la evolución de los agregados

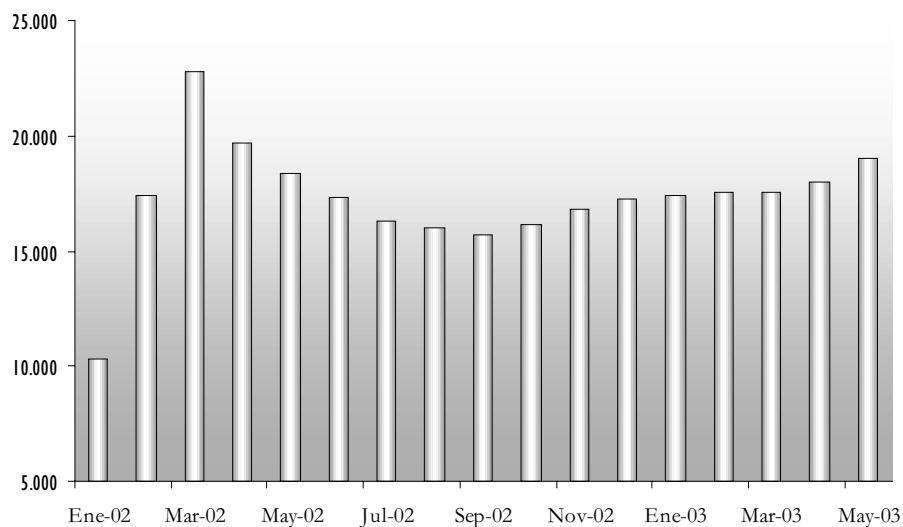
monetarios, la cual evidencia desde comienzos de 2003 condiciones monetarias más normales que en 2002.

Entre enero y mayo de 2003 se registró una significativa recuperación de billetes y monedas (11,2%), la cual, junto al leve aumento de las cuentas corrientes en pesos (1,4%), arrojó un valor del agregado monetario M1 que resultó 5,8% superior al de fines de diciembre de 2002<sup>9</sup>. También evolucionaron positivamente las cajas de ahorro y, en particular, los depósitos a

#### GRAFICO 8.3

#### Evolución del agregado M3 en términos reales

En millones de pesos, deflactado por IPC



<sup>8</sup> La meta indicativa acordada en enero con el FMI era contractiva en términos reales. Con estabilidad de precios, debe ser modificada para permitir una mayor expansión en el contexto de una demanda genuina de dinero por parte de los agentes económicos.

<sup>9</sup> En las cuentas corrientes en pesos se observaron varios meses de caída, lo que es normal si se tiene en cuenta la estacionalidad de la serie. Estas caídas estacionales deberían haber sido acompañadas de caídas en billetes y monedas, pero ello no ha sucedido debido, probablemente, a que una parte importante de billetes y monedas podría estar cumpliendo las funciones que normalmente tienen los depósitos a la vista.

CUADRO 8.3  
Agregados Bimonetarios (a)  
Saldo a fin de período, en millones de pesos (\*)

	Bill. y monedas en pesos (1)	Ctas. ctes. en pesos (2)	MI (3)=(1)+(2)	Ctas. ctes. en dólares (4)	MI* (5)=(3)+(4)	Cajas de ahorro en pesos (6)	Plazo fijo en pesos (7)
		(b)					
Enero 01	11.563	11.413	22.976	1.865	24.841	8.251	12.727
Febrero	11.379	12.189	23.568	1.973	25.541	8.169	12.807
Marzo	11.334	9.681	21.015	1.675	22.690	7.362	11.928
Abril	11.033	11.608	22.641	2.375	25.016	6.755	11.075
Mayo	10.792	11.308	22.101	1.985	24.086	6.739	11.196
Junio	10.903	10.701	21.603	1.985	23.588	7.081	11.054
Julio	10.283	9.932	20.215	2.305	22.519	6.181	9.815
Agosto	9.386	9.077	18.462	1.906	20.368	5.693	9.411
Septiembre	9.124	9.436	18.560	1.863	20.423	5.488	9.370
Octubre	8.520	8.681	17.200	2.088	19.288	4.999	8.604
Noviembre	8.526	7.869	16.396	2.304	18.699	4.799	7.652
Diciembre	9.048	9.790	18.838	6.482	25.320	4.729	4.348
Enero 02	9.352	12.124	21.476	17.290	--	8.790	2.761
Febrero	9.290	14.496	23.786	9.198	--	17.298	16.399
Marzo	12.200	13.415	25.615	2.035	--	15.067	37.629
Abril	13.157	14.325	27.482	1.074	--	13.292	33.819
Mayo	13.401	14.237	27.638	429	--	11.540	33.193
Junio	13.033	14.404	27.437	366	--	10.652	32.538
Julio	13.448	19.067	32.515	386	--	10.234	26.633
Agosto	13.266	19.046	32.312	407	--	9.820	27.686
Septiembre	12.897	18.968	31.865	424	--	9.580	27.913
Octubre	13.060	18.458	31.518	411	--	9.512	29.820
Noviembre	13.812	20.031	33.843	401	--	9.634	30.814
Diciembre	16.378	19.855	36.233	380	--	9.156	30.757
Enero 03 (c)	16.292	18.955	35.247	377	36.446	9.404	32.871
Febrero	16.537	19.025	35.562	413	36.884	9.148	34.036
Marzo	17.029	18.429	35.458	459	36.775	8.842	35.177
Abril	17.408	18.320	35.728	429	36.951	8.977	36.672
Mayo	18.213	20.139	38.352	436	39.600	9.633	37.678

(a) Incluye depósitos de no residentes.

(b) Netos de la utilización del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales.

(c) A partir de enero de 2003 el BCRA vuelve a publicar en moneda común (pesos) los totales bimonetarios; para ello suma, al monto en pesos, el monto en dólares convertido al tipo de cambio de referencia, el cual figura en el Cuadro A8.5 del Apéndice Estadístico, en la última columna.

(\*) Cifras provisionarias

Fuente: Elaborado sobre la base de datos suministrados por el BCRA.

plazo fijo en pesos, que crecieron 22,5%, alcanzando a \$ 37.678 millones a fines de mayo de 2003.

En consecuencia, durante el corriente año el agregado monetario M3 se ha recuperado hasta alcanzar a \$ 85.663 millones a

fines de mayo. En el Gráfico 8.3 se presenta la evolución de M3 expresado en términos reales<sup>10</sup>. Dada la evolución de los precios minoristas, el crecimiento “real” de M3 con respecto a diciembre de 2002 alcanzó al 10%.

El comportamiento de los depósitos privados de efectivo<sup>11</sup> en

<sup>10</sup> Se define M3 como la suma de billetes y monedas, cuentas corrientes en pesos, cajas de ahorro en pesos y plazo fijo en pesos. Para expresar el agregado monetario (medido a fin de período) en términos reales se ha utilizado el índice de precios al consumidor.

<sup>11</sup> Es decir, sin incluir otras obligaciones por intermediación financiera (préstamos o financiaciones recibidas, obligaciones negociables, etc.).



CUADRO 8.3 (Cont.)

Agregados Bimonetarios (1)

Saldos a fin de período, en millones de pesos (\*)

	M3 (8)=(3)+(6)+(7)	Cajas de ahorro en dólares (9)	Plazo fijo en dólares (10)	M3* (11)=(4)+(8)+ +(9)+(10)	en pesos (12)=(2)+ +(6)+(7)	Depósitos en dólares (13)=(4)+ (9)+(10)	Totales (14)= (12)+(13)
Enero 01	43.954	5.408	45.435	96.662	32.391	52.708	85.100
Febrero	44.544	5.614	44.843	96.973	33.164	52.430	85.594
Marzo	40.305	6.031	43.534	91.545	28.971	51.240	80.211
Abril	40.472	5.405	43.096	91.347	29.438	50.876	80.314
Mayo	40.035	5.560	44.254	91.834	29.243	51.799	81.042
Junio	39.738	5.991	44.635	92.349	28.835	52.612	81.447
Julio	36.211	5.889	41.280	85.685	25.928	49.474	75.401
Agosto	33.566	6.427	40.245	82.143	24.180	48.578	72.758
Septiembre	33.419	6.658	41.607	83.547	24.295	50.128	74.423
Octubre	30.804	6.185	41.445	80.521	22.284	49.718	72.001
Noviembre	28.847	5.949	38.545	75.644	20.320	46.797	67.118
Diciembre	27.915	14.081	26.171	74.649	18.867	46.734	65.601
Enero 02	33.027	11.951	10.228	--	23.675	39.469	---
Febrero	57.483	4.787	4.121	--	48.193	18.106	---
Marzo	78.311	741	872	--	66.111	3.648	---
Abril	74.593	382	458	--	61.436	1.914	---
Mayo	72.371	46	370	--	58.970	845	---
Junio	70.627	20	316	--	57.594	702	---
Julio	69.382	24	299	--	55.934	709	---
Agosto	69.818	27	323	--	56.552	757	---
Septiembre	69.358	28	352	--	56.461	804	---
Octubre	70.850	33	348	--	57.790	792	---
Noviembre	74.291	45	396	--	60.479	842	---
Diciembre	76.146	53	415	--	59.768	848	---
Enero 03 (3)	77.522	70	457	80.397	61.230	904	64.105
Febrero	78.746	82	466	81.823	62.209	961	65.286
Marzo	79.477	109	456	82.416	62.448	1.024	65.387
Abril	81.377	155	489	84.435	63.969	1.073	67.027
Mayo	85.663	213	584	89.193	67.450	1.233	70.980

(1) Incluye depósitos de no residentes.

(2) Netos de la utilización del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales.

(3) A partir de enero de 2003 el BCRA vuelve a publicar en moneda común (pesos) los totales bimonetarios; para ello suma, al monto en pesos, el monto en dólares convertido al tipo de cambio de referencia, el cual figura en el Cuadro A8.5 del Apéndice Estadístico, en la última columna.

(\*) Cifras provisionarias

Fuente: Elaborado sobre la base de datos suministrados por el BCRA.

pesos ha sido muy positivo. En los primeros cinco meses de 2003 han crecido 7,7% (equivalente a \$ 4.462 millones) alcanzando a fines de mayo de 2003 a \$ 62.456 millones. Si se compara con el mes de julio de 2002, el crecimiento alcanza a 14% (\$ 7.652 millones).

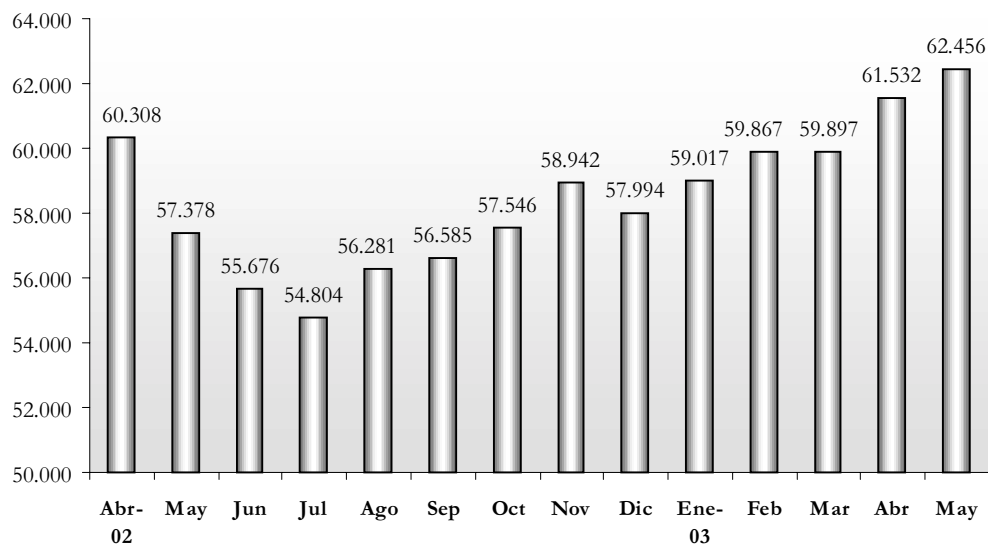
Debe notarse que la relativa “normalización” de los agregados monetarios cobra mayor relevancia en el marco del levantamiento

progresivo de las restricciones financieras conocidas como “corralón”<sup>12</sup>. A fines de enero algunas entidades decidieron ofrecer la devolución anticipada de depósitos reprogramados, oferta que, si bien se ha ampliado en febrero, ha tendido a desaparecer ya en marzo. Estas ofertas y el grado de aceptación por parte de los ahorristas se ha visto reflejado en la evolución mensual de los depósitos privados a plazo fijo, los cuales registraron un crecimiento que se ha desacelerado en marzo<sup>13</sup>.

12 Ver ediciones anteriores del Informe Económico.

13 Se ha estimado en 24% la aceptación por parte de los ahorristas de las ofertas de devolución realizadas (que eran equivalentes a 6% de CEDRO).

**GRAFICO 8.4**  
**Depósitos privados en pesos**  
*En millones de pesos*



El Decreto 739/2003 dispuso en abril que los titulares de depósitos reprogramados tengan la opción de solicitar su devolución total o parcial inmediata, mediante la entrega conjunta del importe original ajustado por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) hasta la fecha de acreditación de los fondos a cargo de la entidad financiera correspondiente, y de Bonos Boden 2013 en dólares, a cargo del Estado Nacional, por la diferencia entre el monto ajustado al 1° de abril de 2003 y la cotización del dólar libre a esa fecha, que resultó ser de \$ 2,9792. Los titulares de depósitos superiores a \$ 42.000 y hasta \$ 100.000 podían hacer lo propio, pero adicionalmente a los Boden 2013, la parte correspondiente a pesos más CER les era entregada en un plazo fijo a 90 días con capital ajustable por CER y un interés del 2% anual. Para los depósitos superiores a \$ 100.000 la parte de pesos más CER se entregaba en un nuevo plazo fijo con las mismas condiciones que en el caso anterior pero a un plazo de 120 días. Los plazos fijos original-

mente en pesos quedan totalmente liberados, si bien en este caso no les corresponde la compensación con bonos.

A pesar de las atractivas condiciones ofrecidas la adhesión por parte de los ahorristas al levantamiento del “corralón” fue menor a la esperada<sup>14</sup>. A fines de mayo, concluida ya la liberación de las restricciones financieras, la desprogramación alcanzó al 51% de CEDRO privados. No obstante, el resultado es positivo en la medida en que sólo restan \$ 8.000 millones (CER incluido) de depósitos reprogramados, y que se registró un elevado grado de reinversión de los fondos liberados. Dentro del tramo de colocaciones de hasta \$ 42.000, el 93% de los fondos liberados se convirtió en depósitos a plazo fijo.

## Préstamos

La evolución de los préstamos de las entidades financieras ha

<sup>14</sup> Alcanzó al 42% del stock de CEDRO privado existente al 7 de abril (día previo al comienzo de la desprogramación).

CUADRO 8.4  
Préstamos de las entidades financieras (1)  
Fin de período. En millones de pesos

Fin de	Al Sector Público			Al Sector privado no financiero			TOTAL
	En pesos	En moneda extranjera	Total	En pesos	En moneda extranjera	Total	
	(1)	(2)	(3)=(1)+(2)	(4)	(5)	(6)=(4)+(5)	
Enero 01	664	14.232	14.896	22.876	38.284	61.160	76.056
Febrero	642	14.257	14.899	22.836	38.215	61.050	75.949
Marzo	776	13.993	14.769	21.176	37.086	58.262	73.031
Abril	823	14.123	14.946	21.125	36.850	57.975	72.921
Mayo	764	14.208	14.971	20.731	36.594	57.325	72.297
Junio	818	13.846	14.664	20.794	36.562	57.357	72.020
Julio	783	14.009	14.793	19.681	35.942	55.623	70.416
Agosto	769	13.906	14.676	18.942	35.232	54.174	68.850
Septiembre	781	13.792	14.572	18.643	35.051	53.695	68.267
Octubre	894	13.775	14.669	18.135	34.584	52.720	67.389
Noviembre	1.278	19.929	21.208	17.233	34.013	51.246	72.454
Diciembre	1.006	20.837	21.843	14.046	36.116	50.161	72.004
Enero 02	2.004	19.970	--	25.776	22.840	--	--
Febrero	2.064	19.680	--	28.996	18.160	--	--
Marzo	10.437	14.022	--	35.822	10.297	--	--
Abril	19.858	7.581	--	37.872	6.259	--	--
Mayo	20.385	7.153	--	35.852	4.283	--	--
Junio	22.150	6.789	--	34.520	3.839	--	--
Julio	27.621	2.959	--	33.218	3.267	--	--
Agosto	30.473	651	--	32.117	3.346	--	--
Septiembre	30.860	265	--	30.481	3.014	--	--
Octubre	30.825	258	--	29.847	2.944	--	--
Noviembre	30.662	263	--	29.555	2.913	--	--
Diciembre	29.886	263	--	28.475	2.875	--	--
Enero 03 (2)	31.243	74	31.317	29.715	1.418	34.309	65.626
Febrero	31.265	84	31.349	28.759	1.366	33.132	64.481
Marzo	31.702	37	31.739	27.927	1.364	31.842	63.581
Abril	31.786	35	31.821	27.739	1.406	31.746	63.567
Mayo	31.672	34	31.706	27.273	1.372	31.201	62.907

(1) Las cifras no incluyen títulos públicos, valores privados ni recursos devengados, ni fideicomisos financieros de bancos reestructurados.

(2) A partir de enero de 2003 el BCRA vuelve a publicar en moneda común (pesos) los totales bimonetarios; para ello suma, al monto en pesos, el monto en dólares convertido al tipo de cambio de referencia, el cual figura en el Cuadro A8.5 del Apéndice Estadístico, en la última columna.

(\*) Cifras provisionarias

Fuente: Elaborado sobre la base de datos suministrados por el BCRA.

continuado mostrando la tendencia decreciente ya observada durante 2002 (Cuadro 8.4). A fines de marzo de 2003 los préstamos en pesos al sector privado no financiero alcanzaron a \$ 27.927 millones, con una caída interanual de 22% y, de sólo 1,9% con respecto a diciembre de 2002. Debe notarse que la caída mensual se ha ido desacelerando a lo largo del trimestre.

En efecto, en febrero los préstamos en pesos al sector privado no financiero se redujeron 3,2% (-\$ 956 millones) y en marzo lo hicieron en 2,9% (-\$ 832 millones). Esta depresión del mercado crediticio debe interpretarse en el marco de una escasa demanda de créditos y de una falta de oferta de préstamos por parte de las entidades financieras. Los bajos niveles de cancela-

ciones netas deben vincularse con la no existencia de nuevos préstamos.

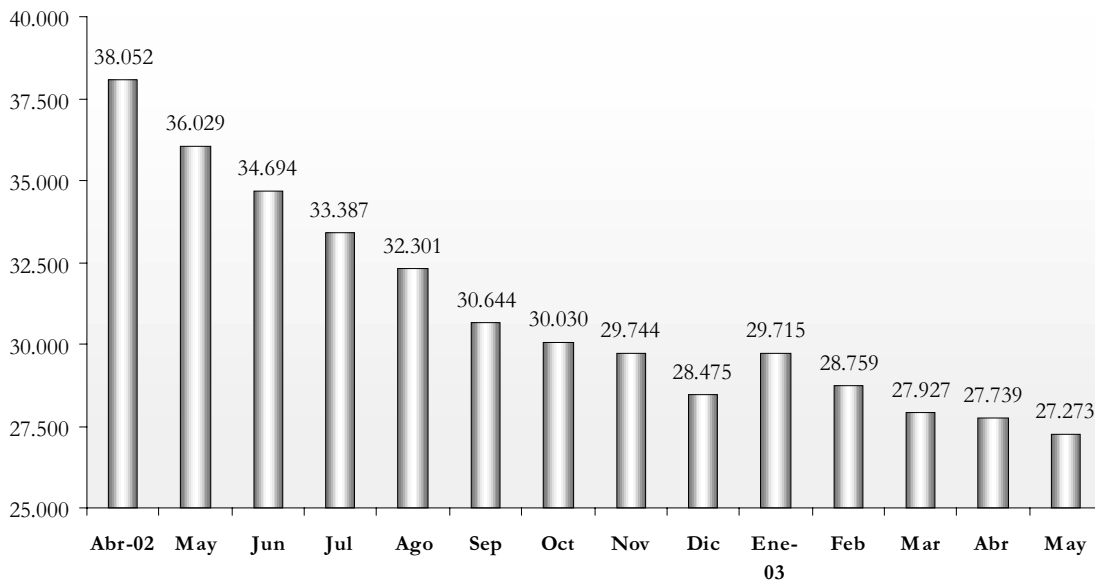
En abril de 2003 la evolución del crédito ha sido relativamente favorable. Los préstamos en pesos al sector privado no financiero sólo disminuyeron 0,7% (-\$ 188 millones) y, por primera vez desde mediados de julio de 2002, se registró un aumento en los créditos comerciales y una recuperación en las financiaciones con tarjetas de crédito. En tanto, en mayo se registró una caída mensual de 1,7%, disminuyendo tanto las líneas comerciales como las de consumo, si bien su ritmo de caída se ha estabilizado. De tal forma, a fines de mayo del corriente año los préstamos al sector privado no financiero en pesos alcanzaron a \$ 27.273 millones, es decir 4,2% (-\$ 1.202 millones) por debajo del nivel de fines de 2002.

El nivel de tasas de interés es uno de los factores importantes en la falta de reactivación del mercado del crédito. Si se compara con los niveles anteriores a la crisis que comenzó a fines de 2001, las tasas activas reales se encuentran en niveles elevados.

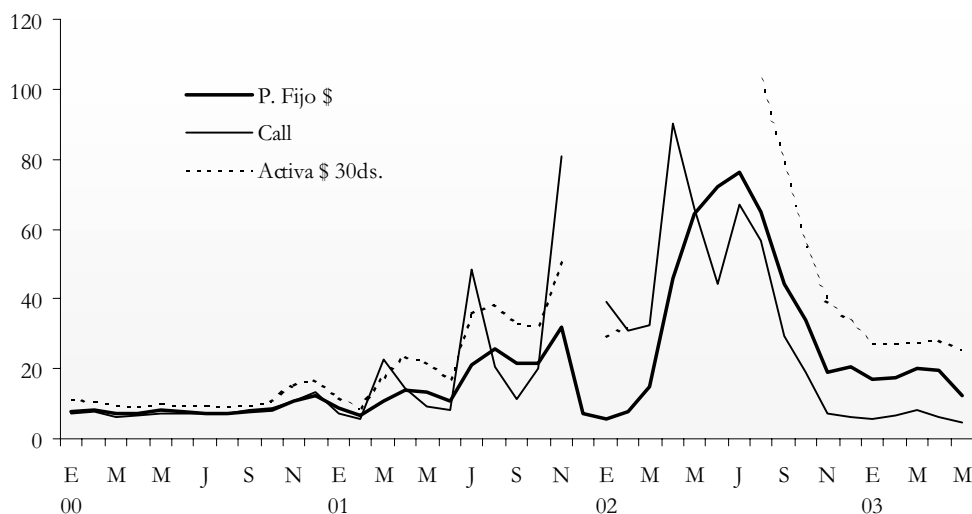
## Tasas de interés

A comienzos de 2003 se observó en las tasas nominales de interés una leve disminución que se detuvo en febrero, cuando se observó un pequeño incremento reflejado también en las tasas reales (Cuadro 8.5). Este repunte en las tasas de interés se registró a partir de la segunda quincena de febrero, debido, por un lado, a la ya comentada devolución anticipada de CEDRO y, por otro, a las expectativas del mercado sobre las necesidades de esterilización del BCRA. En efecto, las entidades que anunciaron la devolución de los depósitos elevaron la tasa ofrecida a modo de incentivo para que sus clientes mantuvieran o incrementaran sus depósitos, y también para captar más fondos y poder cumplir con la oferta de devolución de CEDRO (el resto de las entidades debió también elevar las tasas pasivas para no perder participación en el mercado). Por otro lado, a partir del seguimiento de las metas monetarias el mercado interpretó que el BCRA necesitaría una importante esterilización, y que para ello elevaría las tasas de corte de las LEBAC. Esto no sucedió, y el anuncio del sobrecumplimiento de las metas monetarias favoreció la disminución de las tasas.

**GRAFICO 8.5**  
Préstamos en pesos al sector privado no financiero  
*En millones de pesos*



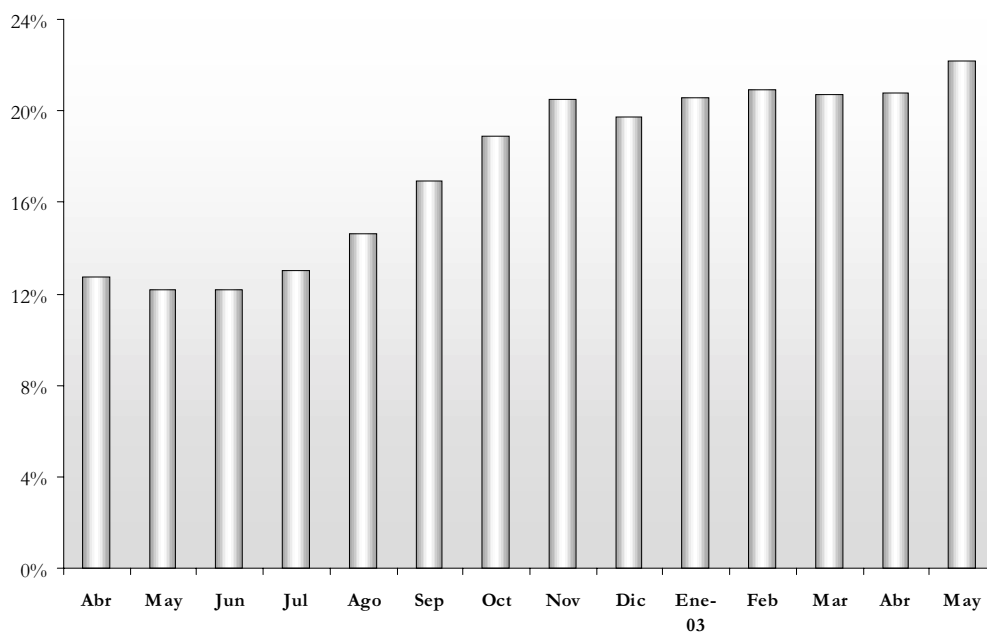
**GRAFICO 8.6**  
**Tasas de interés**  
*Nominal Anual - En %*



A mediados de marzo se produjo un nuevo incremento en las tasas de interés en respuesta a condiciones monetarias más restrictivas, a retiros de depósitos por recursos de amparo, a la no descartada posibilidad de “redolarización” de los depósitos y a las expectativas sobre la implicancia del levantamiento total de las restricciones financieras en cuanto a la necesidad de liquidez

adicional por parte de las entidades. Sin embargo, ya a mediados de abril se revirtió esta tendencia porque las condiciones monetarias evolucionaron en forma más favorable que lo esperado. En consecuencia, las tasas de interés decrecieron desde abril tanto en términos nominales como reales, evolución que se profundizó en mayo.

**GRAFICO 8.7**  
**Liquidez bancaria**  
*Reservas de los bancos como porcentaje de los depósitos totales*



**CUADRO 8.5**  
**Principales Tasas de Interés Internas**  
*Nominales anuales y efectivas mensuales (\*)*

	Depósitos en pesos			Activa	Call
	En Caja	A Plazo Fijo		Pesos	Hasta
	de Ahorros	30 a 59 d.	60 d.o más	30 ds.	15 d.
	<b>TASAS PROMEDIOS MENSUALES - EN % NOMINAL ANUAL</b>				
Ene-02	1,6	5,5	5,9	29,5	39,0
Feb-02	1,4	7,8	10,4	31,9	30,7
Mar-02	1,9	15,0	12,7	-	32,5
Abr-02	4,4	45,9	34,7	-	90,2
May-02	9,6	64,5	60,0	-	66,0
Jun-02	11,0	71,9	57,4	-	44,5
Jul-02	14,9	76,5	60,5	-	66,9
Ago-02	14,0	65,0	60,9	102,4	56,6
Sep-02	7,7	44,5	55,5	78,8	29,3
Oct-02	4,8	34,1	46,0	55,2	19,0
Nov-02	2,8	19,0	27,8	39,4	7,0
Dic-02	2,2	20,7	28,8	33,5	6,1
Ene-03	1,9	17,0	23,2	27,5	5,5
Feb-03	1,9	17,6	24,7	27,4	6,6
Mar-03	1,8	20,3	25,5	27,8	8,3
Abr-03	1,8	19,4	23,2	28,1	6,3
May-03	1,7	12,4	17,1	25,5	4,4
	<b>TASAS DE INTERES REALES - EN % EFECTIVO MENSUAL (*)</b>				
Ene-02	-0,2	0,1	0,1	2,0	2,8
Feb-02	-0,4	0,0	0,3	1,9	1,8
Mar-02	-0,5	0,5	0,3	----	1,8
Abr-02	-0,8	2,2	1,4	----	5,4
May-02	0,1	4,3	4,0	----	4,5
Jun-02	0,4	5,2	4,0	----	3,0
Jul-02	0,9	5,8	4,5	----	5,0
Ago-02	0,8	5,0	4,9	7,9	4,1
Sep-02	0,5	3,5	4,4	6,3	2,2
Oct-02	0,4	2,8	3,8	4,6	1,5
Nov-02	0,3	1,6	2,4	3,4	0,6
Dic-02	0,2	1,7	2,4	2,8	0,5
Ene-03	0,1	1,3	1,8	2,2	0,4
Feb-03	0,1	1,4	2,0	2,2	0,5
Mar-03	0,2	1,7	2,1	2,3	0,7
Abr-03	0,2	1,7	2,0	2,4	0,6
May-03	0,2	1,1	1,5	2,2	0,4

(\*) Deflactadas por el Índice de Precios Combinado.

Fuente: Elaborado sobre los datos del BCRA.

Como ya se ha comentado, en el mes de abril de 2003 comenzó la cancelación voluntaria de depósitos reprogramados. Previendo el impacto sobre el nivel de liquidez del sistema financiero y para evitar un aumento en las tasas de interés o del crédito interno a través de redescuentos, el BCRA flexibilizó las exigencias de encaje. Si bien el grado de impacto sobre la liquidez del sistema dependía del nivel de aceptación de la propuesta realizada por las entidades, de la magnitud de la reinversión de los

fondos y del destino de los mismos (colocaciones a plazo, etc.), se dispuso la determinación de una posición conjunta abril-mayo (tanto para el régimen de efectivo mínimo como para la aplicación mínima de recursos) y se redujeron los encajes<sup>15</sup>. La respuesta de los ahorristas a la operación de CEDRO, la reinversión de los fondos en el sistema y la flexibilización adoptada arrojaron, finalmente, un alto grado de sobreintegración. La liquidez del sistema continuó como en los primeros meses del año (Gráfico 8.7).

15 Comunicación "A" 3.917.

CUADRO 8.6

Principales medidas adoptadas por el Banco Central (Marzo de 2003 a Mayo de 2003)

03-Mar-03	Com "A" 3.885	Pago anticipado de importaciones
07-Mar-03	Com "A" 3.889	Posición global neta de moneda extranjera. Límites de exposición.
07-Mar-03	Com "A" 3.891	Mercado Unico y libre de cambios.
10-Mar-03	Com "A" 3.892	Asistencia financiera del Banco Central por iliquidez. Condiciones y procedimiento para nuevas operaciones.
13-Mar-03	Com "A" 3.893	Mercado Unico y libre de cambios. Deudas con el exterior por operaciones de futuros de tipos de cambio.
13-Mar-03	Com "A" 3.894	Mercado Unico y libre de cambios. Compras de cambio por inversiones de portfolio, inversiones directas y otros conceptos.
13-Mar-03	Com "A" 3.896	Pago de deudas de importaciones.
14-Mar-03	Com "A" 3.898	Res. ME N°146/03. Canje II de los depósitos en el sistema financiero. Extensión de plazos.
14-Mar-03	Com "A" 3.899	Reglamentación de la cuenta corriente bancaria. Adecuación.
19-Mar-03	Com "A" 3.901	Asistencia financiera del Banco Central por iliquidez. Condiciones y procedimiento para nuevas operaciones.
21-Mar-03	Com "A" 3.905	Efectivo mínimo. Aplicación mínima de recursos. Modificaciones.
27-Mar-03	Com "A" 3.908 y 3.909	Mercado único y libre de cambios.
28-Mar-03	Com "A" 3.911	Préstamos garantizados Dec. 1.387/01, títulos públicos sin cotización, pagarés Dec. 1.579/02 y otros préstamos al sector público no financiero. Valuación. Fraccionamiento del riesgo crediticio. Límites.
28-Mar-03	Com "A" 3.912	Com. "A" 3.822. Canje de depósitos por bonos. Modificaciones.
28-Mar-03	Com "A" 3.914	Descuento de Crédito de Exportación.
03-Abr-03	Com "A" 3.915	Crecimiento admitido de financiaciones para entidades que hacen uso de asistencia financiera del BCRA. Modificaciones.
03-Abr-03	Com "A" 3.917	Efectivo mínimo. Aplicación mínima de recursos. Posición bimestral abril/mayo 2003.
04-Abr-03	Com "A" 3.918	Normas sobre "clasificación de deudores", "previsiones mínimas por riesgo de incobrabilidad", etc. Modificaciones.
15-Abr-03	Com "A" 3.925	Capitales mínimos de las entidades financieras, efectivo mínimo y aplicación mínima de recursos. Modificación.
15-Abr-03	Com "A" 3.926	Régimen de reprogramación de depósitos. Actualización.
16-Abr-03	Com "A" 3.930	Prevención del lavado de dinero y otras actividades ilícitas.
24-Abr-03	Com "A" 3.933	Res. ME. N° 290/03. Modificación de la extensión de los plazos para el Canje II de depósitos. Liberación de depósitos reprogramados. Plazos para ejercer opciones para cancelación.
30-Abr-03	Com "A" 3.940	Mercado único y libre de cambios.
30-Abr-03	Com "A" 3.941	Reglamentación del capítulo II del Decreto N° 739/03.
06-May-03	Com "A" 3.944	Mercado Unico y libre de cambios.
07-May-03	Com "A" 3.945	Programa de Unificación Monetaria. Procedimiento operativo (art. 5° del Decreto 743/03).
21-May-03	Com "A" 3.951	Programa de Unificación Monetaria. Procedimiento operativo (art. 5° del Decreto 743/03). Modificaciones.
23-May-03	Com "A" 3.954	Relación para activos inmovilizados y otros conceptos. Recursos propios líquidos. Modificaciones. Exposición contable de los efectos generados por medidas judiciales.
23-May-03	Com "A" 3.955	Normas sobre Clasificación de deudores y previsiones mínimas por riesgo de incobrabilidad. Modificaciones.





# Finanzas Públicas

## I. Resultado del Sector Público Nacional No Financiero

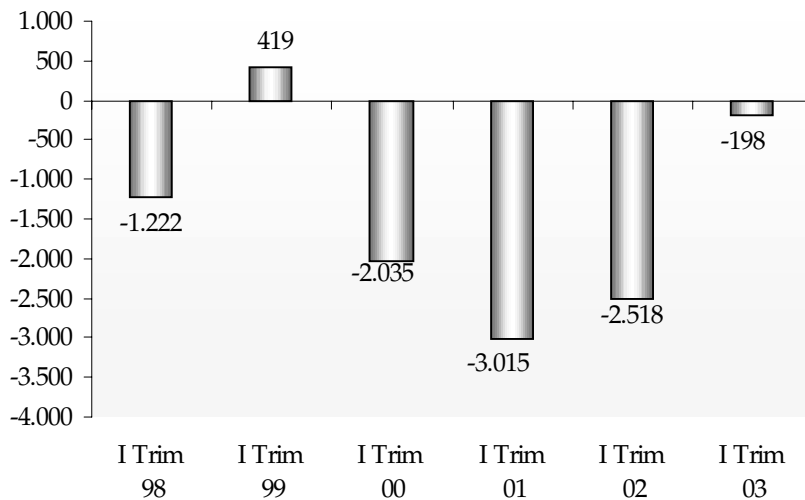
■ En el primer trimestre del año 2003 el resultado global del Sector Público Nacional no Financiero (SPNNF) base caja<sup>1</sup> registró un déficit de \$ 198,5 millones. Con respecto al año 2002 el déficit contabiliza una importante caída de \$ 2.320 millones, debido a que el incremento en los ingresos se impuso al de los gastos.

El superávit primario (es decir excluyendo el pago de intereses de la deuda pública), descontando los recursos por privatizaciones, alcanzó los \$ 1.788,7 millones, contrastando así fuertemente con el déficit de \$ 1.849,8 millones que se había registra-

do en similar trimestre de 2002. Se totalizó así una mejora de \$ 3.637,9 millones por tal concepto, principalmente debido al crecimiento del 57,3% en los ingresos corrientes, especialmente los tributarios, los que a su vez estuvieron impulsados por los aumentos en los impuestos al comercio exterior y en los montos recaudados por IVA y Ganancias.

Además del aumento de los ingresos corrientes (\$ 6.007,1 millones), en la mejora del resultado global influyeron, si bien en menor medida, la caída de los gastos de capital (-\$ 229,8 millones). Ambos en conjunto se impusieron al incremento en los

**GRAFICO 6.1**  
**Resultado Global de caja del SPNNF**  
*Primeros Trimestres, en millones de pesos*



<sup>1</sup> El SPNNF está constituido por la Administración Nacional, las Empresas Públicas y los Fondos Fiduciarios. A su vez la Administración Nacional está compuesta por la Administración Central, los Organismos Descentralizados y las Instituciones de Seguridad Social. En estas últimas se encuentran incluidas las ex cajas provinciales. Asimismo, en la Administración Nacional se incluyen, dentro de los ingresos tributarios y de los gastos por transferencias corrientes, a los recursos coparticipados de las provincias. De ese modo, al conformar el Sector Público Nacional se permite observar la presión tributaria global del Sector Público.

gastos corrientes (\$ 3.445,8 millones) y a la leve caída en los recursos de capital (-\$ 10,9 millones).

Por otra parte, los rubros de mayor aporte en la mejora del resultado global corresponden a los ya citados ingresos tributarios, a las contribuciones a la seguridad social y a los ingresos no tributarios. En cambio, el pago de intereses y las Transferencias al Sector Privado fueron la principal causa del incremento en los gastos corrientes del año. Los ingresos tributarios presentaron un incremento de \$ 4.944,3 millones (68,8%), las contribuciones a la seguridad social treparon \$ 620,5 millones (27,2%) y los ingresos no tributarios lo hicieron en \$ 388,4 millones (100,8%). A su vez, los intereses de la deuda registraron un aumento de \$ 1.317,9 millones (197,1%), en gran parte por los pagos al FMI, al BID y a los tenedores de Préstamos garantizados, mientras que las Transferencias al Sector Privado se ubicaron \$ 1.152,9 millones (77,4%) por encima de la suma registrada en el año 2002, como consecuencia fundamentalmente de la ejecución del Programa Jefas y Jefes de Hogar.

De esta manera se observa que el trimestre mantuvo la dinámica de los últimos dos trimestres del año pasado, caracterizados por un importante aumento en los ingresos corrientes, sumado a una recuperación en los de las erogaciones correspondientes a los intereses de la Deuda Pública, y un incremento en las Transferencias al Sector Privado.

Volviendo al comportamiento de los ingresos corrientes, el marcado incremento en el trimestre bajo análisis respecto de un año atrás implica una aceleración en la tasa de crecimiento de los

mismos y, como fuera dicho, es explicada principalmente por el comportamiento de los recursos tributarios, seguido en menor medida por las contribuciones a la seguridad social y por los ingresos no tributarios. Los primeros crecieron en \$ 4.944,3 millones (68,8%). Esta suba, que representa alrededor del 82,3% del incremento en los ingresos corrientes del año, tuvo lugar como consecuencia de la mayor recaudación en el rubro correspondiente a las retenciones a las exportaciones, si bien no se deben dejar de señalar los incrementos en los rubros correspondientes al pago del IVA, de Ganancias y de Seguridad Social.

El incremento mencionado se vio reforzado por el aumento en los ingresos no tributarios (que alcanzaron así una recaudación de \$ 773,9 millones) como consecuencia tanto del aporte del BCRA al Tesoro Nacional conforme lo dispuesto en el artículo 28 de la Ley de Presupuesto para el corriente año, como por la mayor recaudación en concepto de "Tasa sobre el Gasoil" percibida por el Fondo Fiduciario del Sistema de Infraestructura del Transporte.

Respecto de la recaudación tributaria es de suma importancia remarcar que los montos de recaudación incluyen los pagos en Lecops<sup>2</sup> y Patacones<sup>3</sup> convertidos a Lecops, así como que desde agosto de 2002 se incluyeron los pagos de impuestos con Certificados de Crédito Fiscal (CCF). Por otro lado el único rubro que sí registró pérdida fue el correspondiente a las Rentas de Propiedad (-\$ 12,1 millones) debido a menores remesas por parte del Banco Central.

Con respecto a los Gastos Totales, que en el primer trimestre del

*2 El Fondo Fiduciario Para el Desarrollo Provincial fue autorizado a emitir, por cuenta y orden de las Jurisdicciones Provinciales, títulos de deuda llamados Letras de Cancelación de Obligaciones Provinciales (LECOP), cartulares, denominadas en pesos, con capacidad de emitirse en una o varias series, con un vencimiento en un plazo máximo de 5 años contados desde la fecha de su emisión, rescatables anticipadamente y sin la posibilidad de devengar intereses. Las Lecops se pueden utilizar, entre otras cosas, para cancelar obligaciones tributarias nacionales en las condiciones que prevé el Artículo 36 del Decreto N° 1397/79 y sus modificaciones para el dinero en efectivo, hasta que se produzca su vencimiento o sean retiradas de circulación, con excepción de los aportes y contribuciones a la seguridad social, obras sociales y de riesgos del trabajo, el impuesto sobre créditos y débitos en cuentas bancarias, y el cumplimiento de las obligaciones que correspondan a los agentes de retención o percepción de impuestos. También se utilizan para el pago de impuestos locales en las condiciones que determine cada Jurisdicción.*

*3 Los patacones son cuasi-moneda emitida por la Provincia de Buenos Aires.*

## FINANZAS PUBLICAS

### CUADRO 6.1

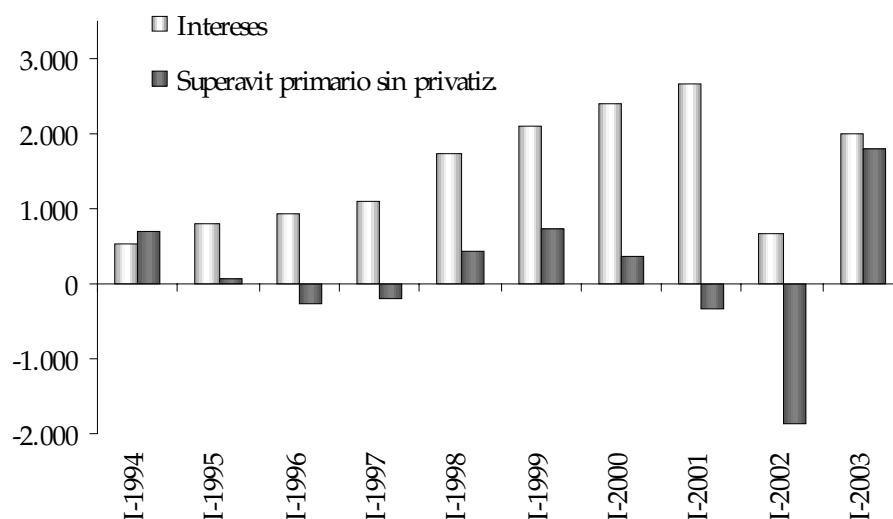
#### Sector Público no Financiero con empresas públicas - Base Caja En Millones de Pesos

	I-02	II-02	III-02	IV-02	I-03	Variación I-03 / I-02	
						Millones \$	%
<b>I INGRESOS CORRIENTES</b>	<b>10.491,2</b>	<b>13.553,9</b>	<b>14.898,4</b>	<b>16.783,7</b>	<b>16.498,3</b>	<b>6.007,1</b>	<b>57,3%</b>
- Ingresos Tributarios	7.188,3	9.943,5	10.688,2	12.214,4	12.132,6	4.944,3	68,8%
- Contrib. a la Seguridad Social	2.283,9	2.271,6	2.647,6	2.507,3	2.904,4	620,5	27,2%
- Ingresos no Tributarios	385,5	635,2	830,4	850,1	773,9	388,4	100,8%
- Ventas de Bs. y Serv. de la Adm. Púb.	40,1	34,3	41,2	36,2	41,1	7,0	17,5%
- Ingresos de Operación	185,9	169,2	245,8	268,2	204,7	18,8	10,1%
- Rentas de la Propiedad	365,0	451,3	362,9	876,8	352,9	-12,1	-3,3%
- Transferencias Corrientes	42,5	48,8	78,9	30,7	82,7	40,2	94,6%
<b>II GASTOS CORRIENTES</b>	<b>12.585,4</b>	<b>13.621,3</b>	<b>15.925,1</b>	<b>16.059,7</b>	<b>16.031,2</b>	<b>3.445,8</b>	<b>27,4%</b>
- Gastos de Consumo y Operación	2.117,5	2.184,1	2.594,1	2.814,1	2.848,1	730,6	34,5%
. Remuneraciones	1.640,7	1.626,9	1.792,0	1.914,8	2.080,1	439,4	26,8%
. Bienes y Servicios	412,4	498,7	759,9	874,0	733,9	321,5	78,0%
. Otros gastos	64,4	58,5	42,2	25,3	34,1	-30,3	-47,0%
- Rentas de la Propiedad	668,6	1.770,5	2.642,3	1.729,1	1.986,5	1.317,9	197,1%
. Intereses	668,5	1.770,1	2.641,9	1.729,0	1.986,4	1.317,9	197,1%
.. Intereses Deuda Interna	0,7	273,9	374,9	331,9	380,6	379,9	-
.. Intereses Deuda Externa	667,8	1.496,2	2.267,0	1.397,1	1.605,8	938,0	140,5%
. Otras Rentas	0,1	0,4	0,4	0,1	0,1	0,0	0,0%
- Prestaciones de la Seguridad Social	4.116,3	3.861,4	4.375,5	4.182,2	4.422,9	306,6	7,4%
- Otros gastos Corrientes	0,0	0,3	0,0	1,4	5,6	5,6	-
- Transferencias Corrientes	5.682,9	5.802,7	6.310,7	7.332,4	6.765,9	1.083,0	19,1%
. Al Sector Privado	1.488,8	1.890,9	2.514,8	2.801,0	2.641,7	1.152,9	77,4%
. Al Sector Público	4.188,2	3.903,6	3.773,4	4.492,2	4.093,8	-94,4	-2,3%
.. Provincias y GCBA	3.800,3	3.555,8	3.350,0	4.062,2	3.714,3	-86,0	-2,3%
...Recursos Coparticipados	1.971,2	2.554,5	2.403,2	3.157,4	3.051,2	1.080,0	54,8%
...Garantía Acuerdo Prov.	221,3	0,0	0,0	0,0	0,0	-221,3	-
...Leyes Especiales	80,1	84,5	81,6	258,5	149,7	69,6	86,9%
...Resto	1.527,7	916,8	865,2	646,3	513,4	-1.014,3	-66,4%
.. Universidades	377,5	337,9	412,3	423,1	377,3	-0,2	-0,1%
.. Otras	10,4	9,9	11,1	6,9	2,2	-8,2	-78,8%
. Al Sector Externo	5,9	8,2	22,5	39,2	30,4	24,5	415,3%
- Otros gastos	0,1	2,3	2,5	0,5	2,2	2,1	-
<b>III AHORRO CORRIENTE (I-II)</b>	<b>-2.094,2</b>	<b>-67,4</b>	<b>-1.026,7</b>	<b>724,0</b>	<b>467,1</b>	<b>2.561,3</b>	
<b>IV RECURSOS DE CAPITAL</b>	<b>28,4</b>	<b>20,2</b>	<b>12,7</b>	<b>35,8</b>	<b>17,5</b>	<b>-10,9</b>	<b>-38,4%</b>
- Privatizaciones	0,2	0,6	0,2	3,5	0,8	0,6	300,0%
- Otros	28,2	19,6	12,5	32,3	16,7	-11,5	-40,8%
<b>V GASTOS DE CAPITAL</b>	<b>452,5</b>	<b>533,9</b>	<b>621,6</b>	<b>574,1</b>	<b>682,3</b>	<b>229,8</b>	<b>50,8%</b>
- Inversión Real Directa	42,3	46,3	68,2	115,8	90,2	47,9	113,2%
- Transferencias de Capital	408,0	484,9	533,2	444,2	578,3	170,3	41,7%
. Provincias y MCBA	390,8	461,3	468,5	397,2	517,0	126,2	32,3%
...Leyes Especiales	190,9	265,4	269,7	219,5	291,3	100,4	52,6%
...Resto	199,9	195,9	198,8	177,7	225,7	25,8	12,9%
. Otras	17,2	23,6	64,7	47,0	61,3	44,1	256,4%
- Inversión Financiera	2,2	2,7	20,2	14,1	13,8	11,6	527,3%
. A Provincias y MCBA	0,0	0,0	14,0	0,0	0,0	0,0	-
. Resto	2,2	2,7	6,2	14,1	13,8	11,6	527,3%
<b>VI INGRESOS TOTALES (I+IV)</b>	<b>10.519,6</b>	<b>13.574,1</b>	<b>14.911,1</b>	<b>16.819,5</b>	<b>16.515,8</b>	<b>5.996,2</b>	<b>57,0%</b>
<b>VII GASTOS TOTALES (II+V)</b>	<b>13.037,9</b>	<b>14.155,2</b>	<b>16.546,7</b>	<b>16.633,8</b>	<b>16.713,5</b>	<b>3.675,6</b>	<b>28,2%</b>
<b>VIII RESULTADO GLOBAL (VI-VII)</b>	<b>-2.518,3</b>	<b>-581,1</b>	<b>-1.635,6</b>	<b>185,7</b>	<b>-197,7</b>	<b>2.320,6</b>	<b>-92,1%</b>
<b>IX RESULTADO S/PRIVATIZACIONES</b>	<b>-2.518,5</b>	<b>-581,7</b>	<b>-1.635,8</b>	<b>182,2</b>	<b>-198,5</b>	<b>2.320,0</b>	<b>-92,1%</b>
<b>X GASTOS PRIMARIOS (I)</b>	<b>12.369,4</b>	<b>12.385,1</b>	<b>13.904,8</b>	<b>14.904,8</b>	<b>14.727,1</b>	<b>2.357,7</b>	<b>19,1%</b>
<b>XI SUPERAVIT PRIMARIO TOTAL (VI-X)</b>	<b>-1.849,8</b>	<b>1.189,0</b>	<b>1.006,3</b>	<b>1.914,7</b>	<b>1.788,7</b>	<b>3.638,5</b>	
<b>XII SUPERAVIT PRIMARIO SIN PRIVATIZ.</b>	<b>-1.850,0</b>	<b>1.188,4</b>	<b>1.006,1</b>	<b>1.911,2</b>	<b>1.787,9</b>	<b>3.637,9</b>	

(\*) Excluye el pago de intereses

Fuente: Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía

**GRAFICO 6.2**  
**Superávit Primario y Gastos en Intereses**  
**En millones de pesos - Primeros Trimestres**



año contabilizaron un incremento interanual de \$ 3.675,6 millones, los gastos de Consumo y Operación contribuyeron con un aumento de \$ 730,6 millones, dentro del cual se destaca la suba de \$ 439,4 millones en el rubro remuneraciones, en parte debido a la devolución del 13% a los empleados del sector público. A esto se agregan los aumentos en las Prestaciones de la Seguridad Social (\$ 306,6 millones) y en los Gastos de Capital (\$ 229,8 millones).

De esta manera el gasto primario (concepto que excluye el pago de intereses de la deuda pública) se incrementa en \$ 2.357,7 millones (19,1%) respecto del mismo período de 2002. En este punto es de significativa importancia señalar que, dado que el nivel de precios tuvo un incremento de 60% combinando el segmento minorista y el mayorista, al calcular la evolución en términos reales se observa una caída del orden del 34%, reflejando el considerable esfuerzo del Gobierno para preservar el Gasto Público de los efectos de la inflación. El mismo tipo de análisis corresponde a los Ingresos Totales, respecto de los cuales es relevante señalar que aún descontando los efectos de la inflación presentaron un incremento del orden del 1,7%.

Estos resultados generaron en conjunto un Superávit Primario del Sector Público Nacional del orden de los \$ 1.787,9 millones, lo que representa un sobrecumplimiento de \$ 287,9 millones respecto de la meta de superávit primario para el primer trimestre contenida en el programa acordado con el FMI.

## II. Ingresos Corrientes del Sector Público Nacional No Financiero

Como se señaló anteriormente, durante el primer trimestre de 2003 los ingresos corrientes alcanzaron a \$ 16.498,3 millones (ver Cuadro 6.1, anterior), resultando así 57,3% superiores a los percibidos en el año anterior.

El incremento en los recursos resultó determinado principalmente por los ingresos tributarios generados en el período, que resultaron mayores en \$ 4.944,2 millones. En menor medida influyeron los incrementos de \$ 620,5 millones en las Contribuciones a la Seguridad Social y de \$ 388,4 millones en los ingresos no tributarios. Sólo el rubro referente a las Rentas de la Propiedad presentó una caída en términos interanuales, con una leve merma del orden de los \$ 12,1 millones.

II.1 Ingresos Tributarios de la Administración Nacional<sup>4</sup>

En el primer trimestre de 2003 la recaudación tributaria creció 3,3% con relación a la del trimestre anterior y 58,9% respecto de la del mismo período de 2002. La muy elevada tasa de variación interanual está relacionada, en primer lugar, con la

importante reducción que había presentado la recaudación en el primer trimestre de 2002<sup>5</sup>, como consecuencia de la profundización de la depresión económica y de la crisis financiera que acompañaron la finalización del régimen de convertibilidad de la moneda. Estos factores, además de erosionar considerablemente las bases de los impuestos, provocaron un mayor incumplimiento en el pago de las obligaciones tributarias.

**CUADRO 6.3**  
Recaudación tributaria total  
Millones de Pesos

	I-02	II-02	III-02	IV-02	I-03	Variación I-03 / I-02	
	Millones \$						%
<b>I - DGI (Excl. Sist. Seg. Soc.)</b>							
<b>Ganancias</b>	<b>1.571,7</b>	<b>2.158,9</b>	<b>2.291,1</b>	<b>2.897,6</b>	<b>2.681,8</b>	<b>1.110,1</b>	<b>70,6</b>
<b>IVA</b>							
Nacional	2.512,0	2.995,0	3.729,0	3.742,0	3.833,0	1.321,0	52,6
Importaciones	645,0	1.210,0	1.419,0	1.513,0	1.573,0	928,0	143,9
<b>Bruto</b>	<b>3.157,0</b>	<b>4.205,0</b>	<b>5.148,0</b>	<b>5.255,0</b>	<b>5.406,0</b>	<b>2.249,0</b>	<b>71,2</b>
Devoluciones (-)	165,0	503,0	1.136,0	1.106,0	922,0	757,0	458,8
Distribución Facilidades de Pago	80,0	111,0	105,0	91,0	56,0	-24,0	-30,0
<b>Total Neto</b>	<b>3.072,0</b>	<b>3.813,0</b>	<b>4.117,0</b>	<b>4.240,0</b>	<b>4.540,0</b>	<b>1.468,0</b>	<b>47,8</b>
<b>Reintegros (-)</b>	<b>121,9</b>	<b>255,5</b>	<b>382,9</b>	<b>461,7</b>	<b>332,2</b>	<b>210,3</b>	<b>172,5</b>
<b>Internos</b>	<b>395,5</b>	<b>405,5</b>	<b>431,4</b>	<b>483,0</b>	<b>497,9</b>	<b>102,4</b>	<b>25,9</b>
Premios de juegos	13,0	11,4	16,1	6,5	13,4	0,4	3,1
Transf. inmuebles	5,2	16,5	11,0	14,2	12,9	7,7	148,1
Ganancia mínima presunta	102,0	111,2	173,6	147,7	155,4	53,4	52,4
Intereses pagados	29,4	21,1	6,5	0,5	0,0	-29,4	-100,0
Otros coparticipados	13,8	12,5	14,0	14,2	14,7	0,9	6,5
Sellos	7,2	10,1	10,4	12,0	11,9	4,7	65,3
Bienes Personales	117,6	142,6	114,5	148,9	96,1	-21,5	-18,3
Créditos y Débitos en Cta. Cte.	977,6	1.237,6	1.322,6	1.319,5	1.331,3	353,7	36,2
<b>Combustibles y gas</b>	<b>928,2</b>	<b>1.010,9</b>	<b>1.180,5</b>	<b>1.280,2</b>	<b>1.088,8</b>	<b>160,6</b>	<b>17,3</b>
Internos Seguros	16,9	21,2	10,3	2,8	0,0	-16,9	-100,0
Otros impuestos <sup>(1)</sup>	158,8	143,6	163,0	206,2	136,2	-22,6	-14,2
<b>Total DGI (excl. Sist. Seg. Soc.)</b>	<b>7.313,4</b>	<b>8.860,7</b>	<b>9.479,3</b>	<b>10.311,4</b>	<b>10.247,8</b>	<b>2.934,4</b>	<b>40,1</b>
<b>II - COMERCIO EXTERIOR</b>							
Der. Exportación	102,4	1.261,2	1.903,9	1.754,1	2.023,4	1.921,0	1.876,0
Der. Importación	201,7	296,3	368,2	399,4	396,4	194,7	96,5
Tasa Estadística	5,8	10,1	13,1	12,9	12,7	6,9	119,0
Otros	6,4	4,6	0,6	0,1	0,0	-6,4	-100,0
<b>Total Comercio Exterior</b>	<b>303,5</b>	<b>1.572,3</b>	<b>2.285,8</b>	<b>2.166,4</b>	<b>2.432,4</b>	<b>2.128,9</b>	<b>701,4</b>
<b>III - SEGURIDAD SOCIAL</b>							
Aportes Personales	833,9	846,4	1.006,2	877,6	1.041,3	207,4	24,9
Contribuciones Patronales	1.456,0	1.444,8	1.806,7	1.661,6	1.855,9	399,9	27,5
Otros Seg.Social <sup>(2)</sup>	71,5	71,2	70,4	67,6	70,6	-0,9	-1,3
Capitalización (-)	454,1	461,6	530,8	472,1	541,8	87,7	19,3
Rezagos y Transitorios (-)	35,1	8,0	55,3	13,7	27,9	-7,2	-20,5
<b>Total Seguridad Social</b>	<b>1.872,3</b>	<b>1.892,8</b>	<b>2.292,2</b>	<b>2.120,9</b>	<b>2.398,1</b>	<b>525,8</b>	<b>28,1</b>
<b>TOTAL RECURSOS TRIBUTARIOS</b>	<b>9.489,2</b>	<b>12.325,8</b>	<b>14.062,3</b>	<b>14.598,7</b>	<b>15.078,2</b>	<b>5.589,0</b>	<b>58,9</b>

(1) Entradas de Cine, Recargo al Consumo de Gas, Fac. Pago Dto. 93/2000 y 1384/2001 pendiente de distribución y otros menores.

(2) Incluye Monotributo previsional

Fuente: Dirección Nacional de Investigaciones y Análisis Fiscal - Secretaría de Ingresos Públicos - Ministerio de Economía.

<sup>4</sup> El siguiente texto se basa en parte en análisis efectuados por la Dirección Nacional de Investigación y Análisis Fiscal en el Informe sobre Recaudación Tributaria del cuarto trimestre de 2002.

<sup>5</sup> Los ingresos cayeron 16,1% respecto de los del primer trimestre de 2001.

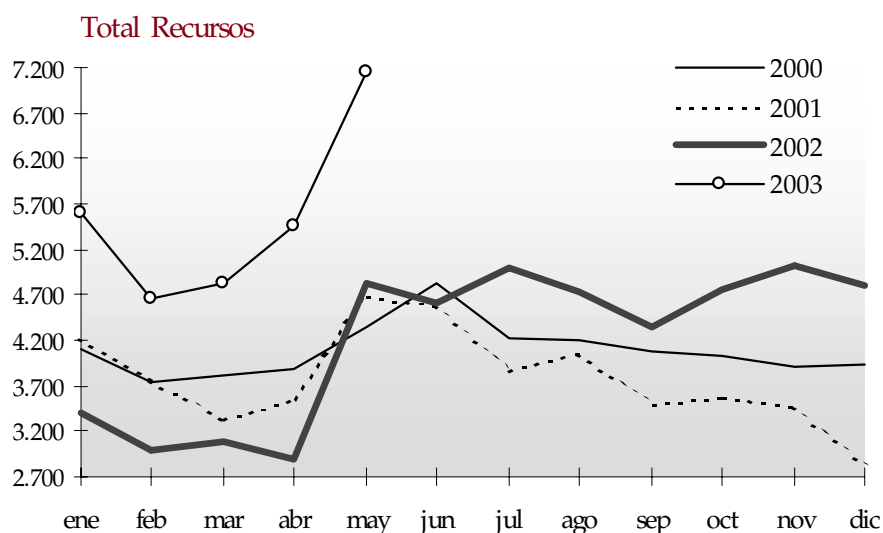
El resto del aumento se origina en los mismos factores que vienen actuando en los últimos trimestres: los incrementos del tipo de cambio y de los precios internos, el establecimiento de los Derechos de Exportación, la eliminación del régimen de pagos a cuenta de parte del impuesto sobre los Créditos y Débitos Bancarios en otros tributos. Los aumentos de las devoluciones en efectivo del IVA y de los reintegros a los exportadores, que están relacionados con el bajo nivel que habían tenido en el primer trimestre de 2002, con el aumento del tipo de cambio y con cancelaciones de deudas, atenuaron el incremento de los ingresos.

En relación con el último trimestre de 2002 el crecimiento se apoya en los mayores ingresos por Derechos de Exportación, en el aumento de las ventas nominales, las reducciones de las devoluciones de IVA y de reintegros a la exportación, la estacionalidad de los ingresos de los Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social y en la imputación en el mes de enero de

algunos pagos efectuados en diciembre. La menor importancia de los vencimientos en el impuesto a las Ganancias y en los gravámenes sobre los combustibles tuvieron un efecto negativo en la comparación.

La recaudación neta del **impuesto al valor agregado** aumentó 47,8% con relación a igual período del año anterior. El aumento en la recaudación se explica por el bajo nivel que ésta había registrado un año atrás, debido a las graves dificultades por las que atravesaba la economía, y por los incrementos en los precios<sup>6</sup> y el tipo de cambio. Además, actuaron en el mismo sentido la eliminación del cómputo como pago a cuenta de un porcentaje del impuesto sobre los Créditos y Débitos<sup>7</sup> y la disminución de los créditos fiscales originados en los Convenios de Competitividad<sup>8</sup>. Este resultado se vio parcialmente compensado por los mayores montos de devoluciones en efectivo a los

**GRAFICO 6.3**  
Evolución de la recaudación tributaria  
En millones de pesos



6 La variación del Índice de Precios al Consumidor entre marzo de 2003 y similar mes de 2002 fue de 35,7%.

7 Durante el primer trimestre de 2002 se habían imputado \$ 146 millones, mientras que en el primer trimestre de 2003 dicho monto fue de sólo \$ 4 millones.

8 Los créditos fiscales por Contribuciones Patronales imputados por estos convenios disminuyeron de \$ 102 millones en el primer trimestre de 2002 a \$ 67 millones durante el primer trimestre de 2003, debido a la eliminación del beneficio para la mayoría de los sectores económicos, desde el 1° de diciembre de 2001.

exportadores<sup>9</sup> y por los menores ingresos originados en los regímenes de facilidades de pago.

La recaudación del **impuesto a las ganancias** creció 70,6% con relación al mismo trimestre del año anterior. El importante aumento ocurrido en los ingresos de este tributo está relacionado, en primer lugar, con el muy bajo nivel de recaudación registrado en aquel período, tanto en los pagos de las sociedades<sup>10</sup> como de las personas físicas. También incidieron positivamente los aumentos en el nivel de actividad económica, en los precios y en el tipo de cambio, que se reflejaron en los ingresos provenientes de retenciones y percepciones y en mayores pagos de saldos de declaraciones juradas y anticipos de las sociedades cuyas actividades están relacionadas con la elaboración y/o comercialización de bienes transables. Por otro lado, los menores ingresos originados en los regímenes de facilidades de pago, la posibilidad de diferir parte de los pagos por saldos de declaraciones juradas<sup>11</sup> y el aumento de los montos de las deducciones para las personas físicas<sup>12</sup> incidieron negativamente sobre la recaudación.

Respecto de la recaudación de **Derechos de Exportación**, el incremento de 15,4% respecto del trimestre anterior está relacionado con la variación del valor y la composición de las exportaciones, y con el efecto de los diversos plazos de pago establecidos para su ingreso. En contrapartida, la disminución del tipo de cambio nominal atenuó el aumento de los ingresos por estos Derechos.

Los pagos realizados durante el primer trimestre en concepto de **Reintegros a las Exportaciones** treparon 172,5% en términos interanuales debido al aumento del tipo de cambio nominal y a los reducidos pagos efectuados en aquel período. En sentido opuesto actuó la baja al 50% de las alícuotas, vigente desde marzo de 2002.

Por su parte, la recaudación de los **Impuestos Internos Coparticipados** registró un aumento de 25,9% respecto de la de igual período del año 2002. La mayor recaudación se explica por el aumento en los precios y cantidades vendidas de los productos gravados. Los ingresos del impuesto sobre los cigarrillos crecieron 22%, y los del resto de los bienes y servicios gravados lo hicieron en 45%.

En cuanto a la recaudación del impuesto a la **Ganancia Mínima Presunta**, la misma creció 52,4% interanual, lo cual estuvo relacionado con el aumento de los ingresos en concepto de anticipos, con la eliminación del cómputo como pago a cuenta de un porcentaje del impuesto sobre los Créditos y Débitos, y con la finalización de los Convenios de Competitividad<sup>13</sup>.

El monto recaudado por el **impuesto a los bienes personales** registró una caída de 18,3% como consecuencia de los cambios introducidos en la ley del tributo<sup>14</sup>. La mejora en el nivel de

<sup>9</sup> Estos pagos habían sido muy bajos en el primer trimestre de 2002. Además, las devoluciones pendientes de cancelación al 11/02/02 fueron dolarizadas y se están abonando en 19 cuotas mensuales, iguales y consecutivas a partir del 27/03/02, al tipo de cambio corriente.

<sup>10</sup> Debido al abrupto agravamiento de los problemas por los que atravesaba la economía en los últimos meses del año 2001, las empresas disminuyeron en forma significativa sus expectativas originales de ganancias, en especial aquellas con cierre de ejercicio en el mes de diciembre, lo que implicó que redujeran, o no les correspondiera pagar, los anticipos de este impuesto que vencían en los primeros meses del año 2002.

<sup>11</sup> Las sociedades con cierre de ejercicio entre los meses de junio y setiembre de 2002 podían ingresar el 80% de los saldos de declaraciones juradas en las fechas de vencimiento correspondientes, debiendo abonar el 20% restante en el mes de abril de 2003.

<sup>12</sup> A partir de enero de 2003, se incrementaron los montos de las deducciones especial y por cargas de familia, lo que determinó que se redujeran los montos imponibles en el régimen de retención sobre los sueldos de los trabajadores en relación de dependencia.

<sup>13</sup> Las empresas incluidas en los Convenios de Competitividad gozaban del beneficio de exención del impuesto por los ejercicios cerrados hasta el 31/03/03. Por ello, durante el primer trimestre ingresaron los correspondientes anticipos las empresas que cerraron su ejercicio con posterioridad a esa fecha.

<sup>14</sup> A partir del ejercicio fiscal 2002 el gravamen correspondiente a las acciones o participaciones en el capital de las sociedades pasó a ser liquidado por éstas, por lo que estos activos dejaron de estar incluidos en la base imponible sobre la que pagan sus anticipos las personas físicas. Las sociedades deberán ingresar el impuesto respectivo en los meses de mayo y agosto de este año.



cumplimiento respecto del particularmente bajo que se había registrado en el primer trimestre del 2002, atenuó este efecto.

Respecto de la recaudación del impuesto a los **Débitos y Créditos en Cuenta Corriente** se observa un incremento de 36,2%, que se explica por los ya mencionados problemas que afectaban el funcionamiento de la economía en el primer trimestre de 2002, y por el aumento en el monto de las transacciones bancarias gravadas atribuible a la variación en los niveles de precios y actividad económica ocurrida entre estos períodos bajo comparación.

Los **aportes y contribuciones a la Seguridad Social** registraron un aumento de 28,1% que se explica, fundamentalmente, por la recuperación de la cantidad de cotizantes<sup>15</sup> respecto de los niveles registrados en el primer trimestre de 2002 (que habían sido particularmente bajos debido a la especial coyuntura en la que se desarrolló la actividad económica durante dicho período<sup>16</sup>) y por el aumento del salario nominal. También contribuyeron en el mismo sentido la elevación de alícuota de las Contribuciones Patronales<sup>17</sup>, la modificación de la tasa de Aportes

Previsionales<sup>18</sup>, la eliminación del cómputo como pago a cuenta del impuesto sobre los Créditos y Débitos Bancarios<sup>19</sup> y una mayor distribución de facilidades de pago<sup>20</sup>. Influyeron negativamente cuestiones relacionadas con el mecanismo de distribución de los recursos.

Respecto de igual trimestre del año 2002, los diversos **impuestos sobre los combustibles** evolucionaron en forma diferente. El impuesto sobre las naftas registró un aumento de 10,8%, que es explicado por el incremento en la alícuota del tributo<sup>21</sup> y cuestiones relacionadas con el mecanismo de pago. Estos efectos fueron parcialmente compensados por una disminución del 7,5% en las ventas gravadas y por el ingreso en enero de 2002 de pagos correspondientes al mes de diciembre de 2001<sup>22</sup>. Los ingresos por la Tasa de Infraestructura Hídrica crecieron 39,3% debido a las menores sumas ingresadas durante el primer trimestre de 2002<sup>23</sup> y a los mayores volúmenes comercializados de gas natural comprimido<sup>24</sup>. La recaudación del impuesto sobre el gasoil cayó 17,3%, como consecuencia, principalmente, de la imputación de pagos correspondientes al mes de diciembre de 2001 en la recaudación de enero de 2002<sup>25</sup>. Por otra

<sup>15</sup> Denominación que se le da a los aportantes.

<sup>16</sup> La cantidad de cotizantes dependientes fue 14,4% superior a la de igual trimestre del año anterior; mientras que la de autónomos creció 14,1%.

<sup>17</sup> A partir de la remuneración devengada en marzo de 2002 se incrementaron en 1 punto porcentual las alícuotas de las Contribuciones destinadas al INSSJyP y a las Obras Sociales. El aumento de esta última mejoró la recaudación debido a que una parte de ella se destina al Fondo Solidario de Redistribución. Por otra parte, este Fondo también aumentó por la elevación de los porcentajes que se le destinan de los Aportes y Contribuciones a las Obras Sociales.

<sup>18</sup> La alícuota de los Aportes Previsionales se redujo de 11% a 5% para las remuneraciones devengadas desde noviembre de 2001. A partir de las devengadas en enero de 2002 se restituyó la alícuota del 11% para los aportantes al sistema de reparto.

<sup>19</sup> En enero de 2002 se eliminó la posibilidad de computar como pago a cuenta de las Contribuciones Patronales un porcentaje del impuesto sobre los Créditos y Débitos Bancarios. Durante el primer trimestre de 2002 los pagos a cuenta mencionados habían sido de \$ 75,3 millones.

<sup>20</sup> Los fondos recaudados por los Decretos Nro. 1384/2001 y 338/2002 comenzaron a distribuirse a los organismos que forman parte del sistema a partir del mes de mayo de 2002.

<sup>21</sup> A partir de agosto de 2002 se incrementó el impuesto sobre las naftas de \$ 0,43 a \$ 0,5375 por litro.

<sup>22</sup> Debido a problemas registrados en el sistema bancario hacia fines de 2001, la recaudación de enero de 2002 incluye \$ 50 millones que corresponden a diciembre de 2001.

<sup>23</sup> Si bien la Tasa de Infraestructura Hídrica rige a partir del 1° de enero de 2002 los ingresos por la misma comenzaron a registrarse a partir de febrero de 2002.

<sup>24</sup> El incremento en el volumen de ventas de G. N. C. que conjuntamente con las ventas de naftas conforman la base imponible de la tasa hídrica compensó la caída en la comercialización de naftas durante este período.

<sup>25</sup> La recaudación de enero de 2002 incluye \$ 99 millones que corresponden a diciembre de 2001.

parte, la Tasa sobre el Gasoil mostró un fuerte incremento del 99,8%, debido a la modificación de su forma de cálculo<sup>26</sup> y a los aumentos en los precios utilizados para liquidar el impuesto, que fue del 70,8% en términos interanuales, en promedio. Este resultado fue parcialmente compensado por los ingresos en enero de 2002 de pagos correspondientes a diciembre de 2001.

Los ingresos generados por los **Derechos de Importación** registraron un aumento de 96,5%, que es explicado, en su mayor parte, por la variación en el tipo de cambio nominal y, en menor medida, por un incremento de 20% en las importaciones en dólares. Estos efectos fueron atenuados por reducciones en los aranceles<sup>27</sup>.

## II.2 La performance en Abril y Mayo

En **abril** la recaudación impositiva alcanzó los \$ 5.456,8 millones, contabilizando un aumento de 89,2% frente a igual mes del año pasado, el de más baja recaudación del año 2002, con un monto de sólo \$ 2.884,3 millones. La suba responde, entre otras causas, al crecimiento del 88,7% en el IVA, que aportó \$ 1.695 millones, y al monto correspondiente a Ganancias, que sumó \$ 961,5 millones, con un incremento del 122%. También fueron de especial importancia los \$ 973 millones que aportó el comercio exterior, con \$ 809,8 millones referentes a las retenciones a las exportaciones. Por su parte, el impuesto a los débitos y créditos bancarios trepó 41,7%, alcanzando los \$ 461,7 millones, mientras que además hubo un aumento del 25% en los aportes y contribuciones a la seguridad social, debi-

do a la existencia de 500 mil personas más en relación de dependencia que hace un año atrás.

Tampoco se puede dejar de mencionar que el mes de abril del año pasado se caracterizó por verse perjudicado en materia de recaudación debido a una semana de feriados bancarios, que provocó que los vencimientos que caían en esas fechas se pasaran para mayo.

La recaudación impositiva de **mayo** alcanzó su máximo histórico, logrando \$ 7.149 millones que representan una suba de 48,1% sobre el nivel de mayo del año pasado. Superó además en \$ 1.550 millones el récord anterior, que fueron los \$ 5.600 millones ingresados en enero de 2003. Parte de este fuerte incremento de los ingresos fue utilizado para reducir la deuda fiscal con los exportadores por la devolución del Impuesto al Valor Agregado, con un nivel de devolución de \$ 593,7 millones contra los \$ 176 millones que se les había devuelto en mayo de 2002. De esta manera la recaudación neta del IVA se ubicó en \$ 1.377 millones, o sea 9% por debajo del mismo mes del año pasado. Pero si no se toman en cuenta las devoluciones, la recaudación del IVA interno habría subido 6,8%, y el que recauda la Aduana por el comercio exterior creció 25,6%.

Mientras tanto el mayor incremento lo tuvo el impuesto a las Ganancias, alcanzando \$ 2.164 millones, que equivalen a una suba de 142% por encima de mayo de 2002. Este comportamiento fue atribuido a las muy malas ganancias de las empresas en el ejercicio 2001, pero habían mejorado en el ejercicio 2002, sobre todo al final del mismo. Y dado que los anticipos del impuesto se calculan según lo logrado en el ejercicio anterior, para el momento de presentar la declaración jurada y pagar el

<sup>26</sup> A partir de abril de 2002 la Tasa sobre el Gasoil se determina aplicando una alícuota del 18,5% sobre el precio del gasoil (antes de impuestos) por litro. Hasta esa fecha la Tasa era un monto fijo de \$ 0,05 por litro.

<sup>27</sup> Las principales fueron las de ciertos bienes de consumo, de 28% a 20%, la de 1 punto del arancel transitorio adicional al Arancel Externo Común, y la de los medicamentos comprendidos en la Ley de Emergencia Sanitaria Nacional.

saldo final se tuvo que tributar casi todo el impuesto. Se dio así el caso de que sobre \$ 3.235 millones de impuesto determinado por las empresas, \$ 2.164 millones ingresaron en mayo.

El impuesto a los Bienes Personales recaudó \$ 463 millones, 650% por encima de lo obtenido en mayo 2002. En tal desempeño influyó un cambio de metodología, porque a partir de este año las empresas tienen que pagar el impuesto por sus accionistas, como responsables sustitutas. Otro factor determinante fueron las retenciones a las exportaciones, que alcanzaron un pico de \$ 963 millones como consecuencia de que mayo es el mes de mayor exportación de la cosecha gruesa.

### III. Gastos del Sector Público Nacional No Financiero

En el primer trimestre de 2003 los gastos corrientes del SPNNF (o sea, la Administración Nacional, las empresas públicas nacionales y las ex-cajas provinciales) alcanzaron a \$ 16.031,2 millones, 27,4% por encima de los efectuados en el mismo período del año precedente (ver Cuadro 6.1, anterior). Los gastos de capital sumaron \$ 229,8 millones, representando el 4,1% de los gastos totales, y registraron así un aumento del orden del 50,8%, debido a los incrementos en las transferencias de capital (\$ 170,3 millones) y en la inversión real directa (\$ 47,9 millones). De esta manera el gasto total registró un importante incremento de \$ 3.675,6 millones, o sea del 28,2% respecto del que tuvo lugar en el primer trimestre de 2002.

El rubro que contiene el principal incremento en términos absolutos es el que se refiere a los pagos de Intereses de la Deuda Pública, que fueron de \$ 1.986,4 millones en el trimestre, muy superiores a los \$ 668,5 millones abonados un año atrás. Le sigue en importancia el aumento de las Transferencias Corrien-

tes al Sector Privado, en los que se observó un significativo incremento de \$ 1.152,9 millones debido fundamentalmente a la ejecución del Programa Jefas y Jefes de Hogar. De esta forma, el principal componente de los gastos corrientes, las Transferencias Corrientes (que representan el 42,2% de los gastos corrientes, y que a su vez está compuesto en un 60% por Transferencias a Provincias y al Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires) contabilizaron un total de \$ 6.765,9 millones, 19,1% por encima de la cifra correspondiente al año pasado. La leve caída de Transferencias al Sector Público, de 2,3%, responde a la incidencia de las operaciones a cargo del Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial en el primer trimestre del año pasado, cuando se había encargado de la cancelación de deudas por el Compromiso Federal con las Provincias.

Respecto de los pagos de intereses de la deuda, de los \$ 1.986,4 millones abonados, \$ 1.605,8 millones corresponden a intereses en moneda extranjera, con un aumento de \$ 938 millones, debido a mayores erogaciones al FMI, al BIRF y al Banco Mundial. A su vez, como consecuencia de la pesificación de bonos denominados en moneda extranjera y del pago de intereses de los Préstamos Garantizados, los denominados en moneda nacional ascendieron a \$ 380,6 millones, lo que refleja un incremento del orden de los \$ 379,9 millones, ya que en el primer trimestre de 2002 ese concepto era insignificante. De esta manera se observa que la estructura de los gastos corrientes se estabiliza respecto del año pasado, cuando la cesación de pagos modificó la participación de los intereses pagados por el SPNNF. En el primer trimestre de 2003 este concepto representa el 12,4% del total de los gastos corrientes, cuando en el año 2002, default mediante, esta participación había sido del 5,3%.

Los gastos de consumo y operación, que suponen el 17,8% del total de gastos corrientes, mostraron un aumento del 34,5%, y las Prestaciones de la Seguridad Social (27,6% del total) registraron un aumento de 7,4% en términos interanuales, debido en parte al incremento fijo de \$ 100 en los salarios del sector

privado. También merece resaltarse que dentro de los Gastos de Consumo y Operación se observó un incremento del 26,8% en el gasto en Remuneraciones durante el trimestre (pasando a representar el 13% de los gastos corrientes) en parte debido a la devolución del 13% a los sueldos de los empleados del Estado.

Se observa de esta manera que los pagos de la deuda pública volvieron a tener un rol preponderante en la performance del Gasto Público Nacional. A su vez, los planes sociales continuaron teniendo una importancia significativa dentro de la estructura de los gastos corrientes. En términos del Gasto Primario se observó un incremento de \$ 2.357,7 millones, 19,1% por encima de la cifra registrada en igual período de 2002 debido principalmente a la financiación de planes de empleo ya mencionados. De todas maneras es de suma importancia remarcar que las cifras hasta aquí explicitadas son en términos nominales, ya que del análisis en moneda constante se deduce, al tomar en cuenta que la inflación tuvo un incremento acumulado del orden del 36% en el segmento minorista, y del 84% en el mayorista, que el gasto primario en términos reales (si se aplica una ponderación por partes iguales de ambos índices de precios) se contrajo nada menos que 34%.

### IV. Deuda pública a Diciembre de 2002

La deuda pública argentina, al 31 de diciembre de 2002, alcanzó un saldo de U\$S 137.320 millones. Si se toma el stock sin atrasos el número se ubica en U\$S 125.319 millones, con un incremento del orden del 2,4% (U\$S 2.892 millones) respecto del saldo a septiembre último. De esa variación deberían deducirse las diferencias de cambio por U\$S 4.523 millones. Además, U\$S 343 millones corresponden a la capitalización y devengamiento de bonos y préstamos garantizados. El principal factor de variación de la deuda durante el último trimestre de 2002 se originó en la apreciación del peso y de la mayoría de las

monedas extranjeras con relación al dólar estadounidense. La variación del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) impactó al acrecentar los saldos de la deuda ajustable por el mismo, con un incremento de \$ 650 millones.

Cabe destacar que en el último trimestre del año se registraron una serie de operaciones que modificaron el saldo al 30 de septiembre de 2002. Se incluyeron el Bono Consolidado del BCRA con vencimiento en 2089 por un monto original de \$ 881,5 millones, y los Adelantos Transitorios del BCRA (Ley 25.562) por \$ 3.667,5 millones. Además se procedió a imputar la baja de bonos por la aplicación de los mismos al pago de impuestos por un monto de U\$S 226,1 millones. La reversión del Canje por Préstamos Garantizados (Decreto 1.387/01) significó un alta de bonos por U\$S 113,4 millones y una baja de Préstamos Garantizados por U\$S 64,4 millones, significando un incremento neto de U\$S 44 millones debido a que los bonos en dólares reintegrados no estaban alcanzados por la pesificación. Además en este período los bancos hicieron uso de la opción de canje de los Préstamos Garantizados en su cartera por Boden. Estos bonos son requeridos por las entidades bancarias para entregárselos a los ahorristas por los depósitos reprogramados, significando una reducción de la deuda de U\$S 460,6 millones. Finalmente, otros ajustes al inicio del ejercicio totalizan un incremento de \$ 19 millones, que incluyen varias operaciones como el último tramo del canje por Préstamos Garantizados (Decreto 1387/01), ajustes de los Boden en cartera de Entidades Bancarias y otros.

Respecto de las operaciones de crédito público, durante el trimestre se amortizó deuda por U\$S 940 millones, mientras que se recibieron desembolsos por U\$S 1.293 millones. La emisión de Bocones en el período bajo el Decreto 1.873/02 significó un aumento de U\$S 135,1 millones, mientras que se registraron

**CUADRO 6.4**

**Deuda pública - Análisis de flujos (\*)**

Millones de U\$S

Saldo Deuda del Sector Público al 30-Sept-02 (sin atrasos)	122.427
Ajustes al inicio del período	-197
Ajustes por Cer	650
Diferencias de cambio	4.523
Capitalización y devengamiento de intereses títulos y bonos	343
Colocaciones y cancelaciones de deuda	353
<b>Colocaciones</b>	<b>1.293</b>
Desembolsos Varios (Préstamos Bilaterales, Multilaterales, otros)	1.293
<b>Cancelaciones</b>	<b>940</b>
Amortizaciones	940
-Títulos públicos	439
Recompras, canjes y cancelaciones	439
-Multilaterales	453
-Bonos	48
Atrasos de Capital del período	-2.780
Saldo Deuda del Sector Público al 31-Dic-02 (sin atrasos)	125.319
Atrasos Acumulados Netos	12.001
<b>Saldo Deuda del Sector Público al 31-Dic-02</b>	<b>137.320</b>

(\*) Incluye operaciones de corto plazo

Fuente: Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía

operaciones de corto plazo para la regularización de los saldos intra Sector Público por U\$S 315 millones.

Se recibieron desembolsos por U\$S 81 millones por operaciones con los organismos multilaterales, y se pagaron en concepto de amortizaciones U\$S 453 millones. Las bajas del período por pagos parciales efectuados según las Resoluciones 73/2002 y 350/2002 fueron de U\$S 48,4 millones. Asimismo, en cumplimiento de lo dispuesto en la Resolución N° 26/2002 de la Secretaría de Finanzas se dio la baja de U\$S 108,7 millones por la aplicación de Boden 2012 a la compra de automotores y maquinaria agrícolas. Además se operó un canje de Boden 2007 en cartera de las entidades bancarias, por Boden ahorristas por U\$S 329,8 millones.

Las variaciones netas de atrasos del período fueron de U\$S 4.599 millones, de los cuales U\$S 3.238 millones corresponden a capital y U\$S 1.361 por intereses. Los atrasos acumulados al 31 de diciembre de 2002 suman U\$S 12.001 millones, correspondiendo U\$S 7.715 millones a incrementos de

cuotas de capital y U\$S 4.286 millones a intereses.

Respecto de la deuda pública clasificada por tipo de acreedor, se observa un aumento de U\$S 2.278 millones en el rubro de Préstamos Garantizados, los cuales conjuntamente con el aumento de U\$S 4.364 millones en los atrasos del período representan el 91% del total del incremento de la deuda total.

Respecto de la deuda contraída con los organismos internacio-

**CUADRO 6.5**

**Deuda total del sector público**

por tipo de acreedor (1) (\*)

Al 31 de Diciembre de 2002

Tipo de Acreedor	Millones de Dólares
<b>OPERACIONES DE MEDIANO Y LARGO PLAZO</b>	<b>122.427</b>
<b>Bilateral</b>	<b>4.256</b>
Club de Paris	1.796
Otros Bilaterales	2.459
<b>Multilateral</b>	<b>30.359</b>
BID	8.379
BIRF	7.697
FMI	14.253
FONPLATA	24
FIDA	5
<b>Otros</b>	<b>258</b>
<b>Banca Privada</b>	<b>1.233</b>
<b>Préstamos (Canje)</b>	<b>22.797</b>
<b>Bonos y Títulos Públicos</b>	<b>65.339</b>
En moneda nacional	4.928
En moneda extranjera	60.411
<b>MUKAS (**)</b>	<b>12.001</b>
<b>De Principal</b>	<b>7.715</b>
<b>De Intereses</b>	<b>4.286</b>
<b>TOTAL GENERAL</b>	<b>137.320</b>

(1) Deuda interna y externa del Sector Público Financiero y No Financiero. El primero incluye la deuda del BCRA con el FMI y las contraídas por los Bancos Oficiales con aval de la Nación, pero no aquéllas destinadas a su propio financiamiento.

(\*) Sólo incluye la suma de \$ 27,4 millones por deudas del ex-Instituto Nacional de Reaseguros (INDER) y no incluye el "Bono Consolidado del Tesoro Nacional 1990" en cartera del Banco Central de la República Argentina por un valor original de \$ 881,5 millones. Dicho bono es el resultado de la consolidación de los adelantos transitorios y otras financiaciones que el Banco Central realizó al Gobierno Nacional a lo largo de su historia.

(\*\*) Importe neto de Certificados de Crédito Fiscal

Fuente: Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía

nales de crédito, vale la pena señalar la caída de U\$S 706 millones acontecida en el trimestre, fundamentalmente debido a cancelaciones con el BIRF. Se observó a su vez un incremento de U\$S 811 millones en el rubro de bonos y títulos en moneda nacional, que fueron parcialmente compensados por la caída de U\$S 511 millones en los denominados en moneda extranjera.

De esta manera la deuda queda compuesta en un 47,6% en Bonos

y Títulos Públicos, mientras que el primer tramo del canje representa el 16,6% del total de la deuda pública a fin del año 2002. A su vez se observa un aumento en la proporción de deuda correspondiente a las moras, pasando del 5,7% a fines de septiembre al 8,7% de fin del período.



# Mercado de Capitales

## I. Introducción

En la primera mitad de 2003 continuó la recuperación del mercado de capitales argentino, siguiendo una tendencia que ya había comenzado en el segundo semestre de 2002. El valor de las acciones cotizantes en el indicador Merval (expresado en dólares) avanzó desde unos 92 puntos promedio en Junio de 2002 hasta 156 puntos en Diciembre de ese año. La suba se aceleró en la primera mitad de 2003, hasta superar los 280 puntos en Junio último, hecho en parte explicado por la exitosa transición política y las favorables expectativas que despertó el nuevo gobierno. Este importante crecimiento fue sin embargo relativo frente a la caída acumulada en 2001 y en la primera mitad de 2002. Por otra parte, es de rescatar que la mejora se extendió a todo el panel de empresas líderes, tanto las exportadoras como aquellas que venden mayormente en el mercado interno y hasta los bancos, en este último caso posiblemente influido por el hecho de que los depósitos habían empezado a crecer desde Agosto de 2002.

En esta evolución alcista influyó en parte un contexto internacional favorable para América del Sur. En la primera mitad de 2003, con tasas de interés de las principales divisas en sus niveles mínimos en 3 décadas, altos términos del intercambio externo y menor aversión al riesgo, los flujos de capital hacia la región se recuperaron parcialmente.

De manera análoga a lo sucedido con las acciones, en la primera mitad de 2003 comenzaron a subir los principales títulos públicos emitidos antes de 2001 (bonos Brady y Globales), y ello

ocurrió aún a pesar de que su pago continuó postergándose. Este hecho se explica porque, al tiempo que subía fuertemente la recaudación fiscal en 2003, comenzaron a vislumbrarse en los mercados mejores perspectivas de renegociación de estos títulos. Así, el riesgo soberano implícito en sus precios inició una clara tendencia descendente, desde niveles superiores a los 6.000 puntos básicos en 2002, hasta valores cercanos a los 4.400 puntos básicos hacia mediados de 2003. Por otra parte, las cotizaciones de las nuevas series de bonos emitidos a partir de 2002 (los Bodén 2005, 2007, 2008, 2012 y 2013), cuyo pago es normal, reflejaron en sus precios un riesgo soberano mucho menor (cercano a los 800 puntos básicos medido sobre títulos norteamericanos de similar plazo).

Como se señaló en anteriores ediciones del Informe Económico, las restricciones financieras de principios de 2002 habían originado un complejo programa de reprogramación de depósitos que se instrumentó mediante la emisión de certificados bancarios (CEDROS) o a través de bonos del Estado Nacional (BODEN). Ambos tipos de instrumentos fueron creados con la posibilidad de negociación en los mercados secundarios. A partir de Septiembre de 2002 se implementó la segunda fase del canje de bonos mediante dos tipos de bonos a canjear voluntariamente por los CEDROS. Ellos fueron el BODEN 2013, con garantía adicional de los bancos involucrados en cada depósito reprogramado en origen, y las notas bancarias a 10 años de plazo en pesos, con un aval complementario del Estado hasta cubrir la diferencia con el dólar en cada vencimiento de cupón. Asimismo se emitieron bo-



nos a largo plazo para compensar a los bancos por la conversión asimétrica de activos y pasivos en dólares en otros denominados en pesos. El total de BODEN emitidos alcanzó así los U\$S 14.200 millones. En Diciembre de 2002 se habían liberado completamente los depósitos en cuentas a la vista y, en forma parcial, los controles cambiarios. Hacia Marzo de 2003 se anunció la liberación de los depósitos aún inmovilizados por valor de \$ 1,40 más el coeficiente CER<sup>1</sup> en efectivo, cubriendo el Estado la diferencia con el precio del dólar mediante un bono a 10 años (el BODEN 2013). Esta última opción resultaría así la más conveniente para los ahorristas frente a los dos canjes anteriores, en particular si el tipo de cambio continúa mostrando la tendencia bajista de los últimos meses. Posteriormente, en el segundo trimestre de 2003 se inició el reemplazo paulatino de las bonos provinciales (o cuasimonedas) que se habían multiplicado en 2001 ante la restricción monetaria de la Convertibilidad.

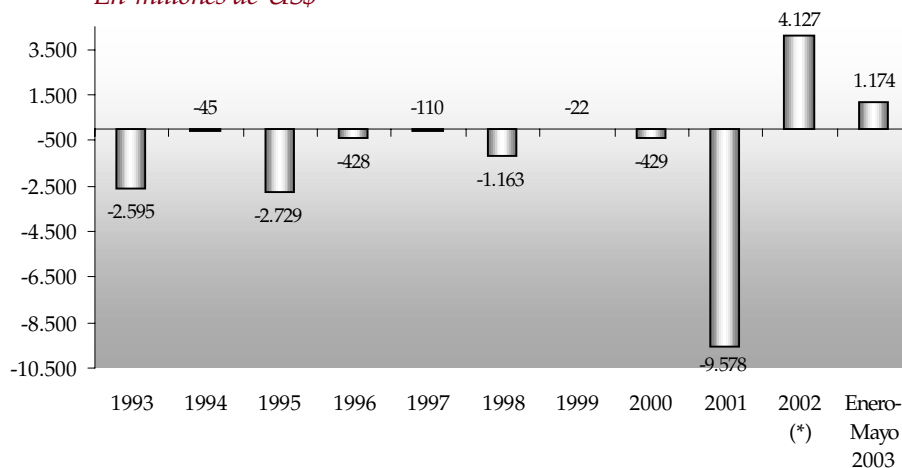
En otro orden, en Enero de 2003 logró cerrarse la difícil negociación con los organismos internacionales de crédito para refinanciar los vencimientos de la deuda pública, obligaciones que se habían acumulado en 2002 como consecuencia de las medidas adoptadas al

final del régimen de convertibilidad. No obstante, durante 2002 e incluso en el primer trimestre de 2003 (tras la firma del acuerdo) el país tuvo que realizar pagos netos a dichos organismos por un total de alrededor de U\$S 5.000 millones, aunque otros vencimientos pudieron ser prorrogados. Dichos pagos contrastaron con lo que había sido la norma en la década anterior, cuando Argentina fue receptor neto de fondos por parte de esos organismos (Gráfico 7.1).

A la fecha de cierre de este Capítulo se reiniciaban negociaciones con el FMI para encarar el problema de refinanciación de la deuda. El acuerdo vigente se extiende hasta fines de Agosto de 2003, y en el último cuatrimestre del año se concentran importantes vencimientos con los organismos internacionales de crédito. Los principales temas que se discuten incluyen la propuesta de negociación con los tenedores de bonos privados, la reestructuración del sistema financiero, las compensaciones que aún reclaman los bancos por la crisis financiera de 2002 y las subas de tarifas públicas solicitadas por las empresas privatizadas y concesionarias.

En la primera mitad de 2002 el peso argentino había sufrido

**GRAFICO 7.1**  
Pagos netos a organismos internacionales  
En millones de US\$



(\*) Además en 2002 se realizaron pagos netos a acreedores oficiales [(Banco do Brasil, Club de Paris, I.C.O. (España) y J.B.I.C. (Japón)] por una suma de US\$ 142 millones.

<sup>1</sup> El Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) está compuesto por la tasa de variación diaria obtenida de la evolución mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) publicado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos.

**CUADRO 7.1**  
Indicadores de los Mercados de Capitales Internacionales

	Fin 1998	Fin 1999	Fin 2000	Fin 2001	31-Dic-02	31-Ene-03	28-Feb-03	31-Mar-03	30-Abr-03	31-May-03	20-Jun-03
<b>Interbancarias</b>											
LIBO US\$ (6 meses)	5,08%	6,13%	6,20%	1,96%	1,38%	1,35%	1,34%	1,23%	1,29%	1,21%	0,999%
LIBO EURO (6 meses)	3,22%	3,52%	5,07%	3,25%	2,80%	2,71%	2,45%	2,43%	2,45%	2,20%	2,06%
LIBO YEN (6 meses)	0,540%	0,230%	0,540%	0,100%	0,074%	0,077%	0,073%	0,075%	0,073%	0,070%	0,072%
<b>Tasas de Tesoro</b>											
EE.UU. 2 años	4,53%	6,21%	5,10%	3,03%	1,60%	1,69%	1,51%	1,49%	1,49%	1,33%	1,16%
EE.UU. 10 años	4,65%	6,37%	5,11%	5,05%	3,82%	3,96%	3,69%	3,80%	3,84%	3,37%	3,37%
EE.UU. 30 años	5,09%	6,48%	5,46%	5,47%	4,78%	4,84%	4,67%	4,82%	4,77%	4,38%	4,43%
<b>Tipos de Cambio</b>											
EURO/US\$	0,86	0,99	1,06	1,12	0,95	0,92	0,93	0,92	0,89	0,85	0,86
YEN/US\$	114,90	102,37	114,80	131,66	118,69	119,07	119,07	118,09	118,88	119,3	118,35
FRANCO SUIZO/US\$	1,39	1,59	1,61	1,66	1,39	1,36	1,36	1,35	1,35	1,30	1,33
LIBRA ESTERLINA/US\$	0,60	0,62	0,67	0,69	0,62	0,61	0,63	0,63	0,63	0,61	0,60
ORO US\$/Oz Troy (Londres)	286,90	287,80	272,30	278,95	348,05	368,15	349,95	337,45	338,55	364,45	357,38
<b>Indices Bursátiles</b>											
Dow Jones (USA)	9.316,3	11.452,5	10.786,8	10.021,5	8.341,6	8.053,8	7.891,1	7.992,1	8.480,1	8.850,3	9.200,8
NIKKEI (Japón)	13.842,0	18.934,4	13.785,7	10.542,6	8.579,0	8.339,9	8.363,0	7.972,7	7.831,4	8.424,5	9.120,4
FTSE 100 (Reino Unido)	5.882,6	6.930,2	6.222,5	5.217,4	3.940,4	3.567,4	3.655,6	3.613,3	3.926,0	4.048,1	4.160,1
DAX (Alemania)	5.006,6	6.958,1	6.433,6	5.160,1	2.892,6	2.747,8	2.547,1	2.423,9	2.942,0	2.982,7	3.239,0
CAC 40 (Francia)	3.942,7	5.958,3	5.926,4	4.624,6	3.063,9	2.937,9	2.754,1	2.618,5	2.953,7	2.991,8	3.190,1
<b>Tipos de Cambio Latinoamericanos</b>											
Argentina	1,00	1,00	1,00	1,00	3,36	3,21	3,20	2,88	2,82	2,86	2,81
Brasil	1,21	1,81	1,95	2,31	3,54	3,50	3,57	3,35	2,91	2,97	2,89
México	9,94	9,48	9,62	9,16	10,45	10,91	11,02	10,77	10,29	10,31	10,50
<b>Indices Bursátiles Latinoamericanos (en moneda local)</b>											
MERVAL (Argentina)	431	550	417	295	525	550	594	566	636	678	801
BOVESPA (Brasil)	6.729	17.092	15.259	13.578	11.268	10.941	10.281	11.274	12.557	13.422	13.131
IPC (México)	3.913	7.130	5.652	6.372	6.127	5.954	5.927	5.914	6.510	6.699	7.081

Fuente: Oficina Nacional de Crédito Público

una pérdida del 72% de valor internacional, sólo comparable en magnitud a las de la rupia indonesia en 1997 y el rublo ruso en 1998. Sin embargo, el tipo de cambio nominal se estabilizó durante el segundo semestre de 2002, con tendencia a la baja hacia el final del año. La apreciación del peso se acentuó en la primera mitad de 2003, y aún continuaba a la fecha de cierre de este Informe Económico, habiéndose recuperado más del 30% desde sus mínimos. En esta evolución positiva el peso superó la performance de otras monedas latinoamericanas, que también se apreciaron frente al dólar durante el primer trimestre del año. Las razones fueron el alto superávit comercial, la disminución de la salida de capitales y la normalización de la situación financiera, lo que se reflejó en un sostenido crecimiento de los depósitos del sistema bancario. Al mismo tiempo, las tasas de interés domésticas continuaron bajando.

Ya desde el segundo trimestre de 2002 el Banco Central viene jugando un rol central en la nueva política monetaria con la instrumentación de las Letras a corto plazo (LEBAC). Estos títulos, a la vez que hicieron posible recuperar una tasa de interés de referencia, funcionaron como herramienta de absorción de base monetaria. El nivel de estas tasas fue bajando a lo largo de 2003, en particular para los plazos más largos, induciendo de esta forma una baja generalizada en el resto del sistema. Al mismo tiempo las tasas de LEBAC de corto plazo cayeron a niveles inferiores a los de la tasa pasiva, incentivando colocaciones a plazos de más de 6 meses. La baja de tasas y el aumento de la competitividad provocaron que el nivel de actividad y la recaudación impositiva registraran sucesivos incrementos mensuales, lo que permitió cumplir en exceso las metas de superávit fiscal primario comprometidas con el FMI.

El marco externo estuvo caracterizado por señales de recesión por parte de la economía de los países desarrollados, en particular Estados Unidos, en un contexto que se agravó con la crisis política que se desencadenó por la guerra en Irak. Al mismo tiempo aparecieron en ese país las primeras señales de aumento del desempleo y deflación (en particular de los precios mayoristas), que encendieron la alarma entre los analistas. No obstante hacia Junio de 2003 las bolsas norteamericanas se habían recuperado parcialmente frente a sus valores mínimos del año pasado, en especial el panel de las empresas tecnológicas (telecomunicaciones, semiconductores, computación e Internet). Otros sectores como los de aerolíneas y consumo masivo presentaban un panorama más difícil.

La Reserva Federal norteamericana había mantenido durante la mayor parte de 2002 la tasa de interés de corto plazo en 1,75% anual, y desde Noviembre de ese año la redujo hasta 1,25% anual. Más tarde, en Junio de 2003 decidió volver a bajarla, esta vez hasta sólo 1% anual, que resultó así el menor guarismo en casi cinco décadas.

En América Latina, la recuperación argentina y la política ortodoxa llevada a cabo por el nuevo gobierno en Brasil provocaron una caída de la volatilidad financiera en toda la región y una tendencia a la apreciación de sus monedas. Hacia Mayo de 2003 se completó la reestructuración de la deuda pública uruguaya, y en Junio el FMI desembolsó un nuevo tramo de la ayuda prometida el año pasado a Brasil. La estrategia de los organismos internacionales parece haber dado resultado en Brasil, pues la incertidumbre se disipó tras la adopción por el gobierno de medidas ortodoxas como la suba de la tasa de interés de corto plazo y la meta de superávit fiscal. No obstante, el vecino país pagó un costo en términos de menor crecimiento, lo que dicho sea de paso repercutió en cierta caída de las exportaciones industriales argentinas. Los efectos de la crisis comenzaban a atenuarse también en Uruguay, donde tras la fuerte recesión de 2002

se anticipa ahora una leve recuperación de la actividad para este año. Por su parte, Venezuela sufrió una severa recesión durante 2002 y el primer trimestre de 2003, ya que la crisis política y la huelga petrolera provocaron una caída del PIB de más del 9%. No obstante, hacia el segundo trimestre del año tanto la producción petrolera como el mercado bursátil subían con fuerza.

En Europa, si bien la actividad económica se desaceleró durante 2002, la moneda tendió a fortalecerse frente a la mayor debilidad de Estados Unidos, en especial hacia principios de 2003. Ante este panorama el Banco Central Europeo decidió bajar la tasa de descuento hasta sólo 2% anual. El euro llegó a rozar niveles de 1,20 dólares hacia Mayo pasado, pero retrocedió levemente en las últimas semanas.

Japón continuó sufriendo los efectos de su crisis financiera y alto nivel de deuda pública, si bien en 2003 se observó una leve reactivación. Al cierre de este Capítulo los nuevos pronósticos del FMI desestimaban la posibilidad de una recesión mundial en 2003. Sólo una conjunción de factores negativos podría provocarla (conflictos en Medio Oriente, suba de los precios del petróleo y depreciación del dólar), vía fuertes caídas del consumo y la inversión en Estados Unidos. En América Latina se proyectaba un crecimiento cercano al 2%.

## II. Panorama Internacional

### *Estados Unidos*

En el primer trimestre de 2003 el PIB de Estados Unidos creció sólo 1,4%, un valor menor al esperado por el mercado, pero la economía se desaceleró en el segundo trimestre. Ya desde fines de 2001 la economía norteamericana mostraba signos de debilidad, reflejados en sendas caídas de las exportaciones y de la inversión empresarial. Durante 2002 sólo se expandieron el con-

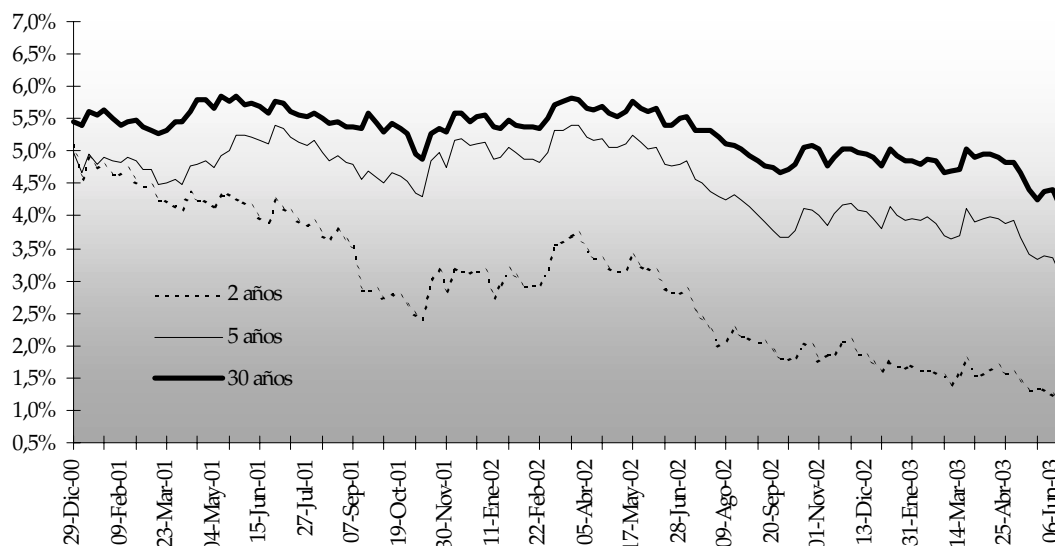
sumo y en particular el gasto público. Específicamente, el gasto de defensa habría aumentado 21% en 2002 con relación a 2000, alcanzando los U\$S 340.000 millones, y muchos analistas estiman que continuará creciendo en los años venideros. Además, en la primera mitad de 2003 se perdieron 324 mil empleos, haciendo subir la desocupación hasta 6,1% en Mayo, el nivel más alto en los últimos nueve años.

En 2002 Estados Unidos había adoptado medidas de política económica fuertemente proteccionistas, como la suba de aranceles a las importaciones de acero y aumento de los subsidios a la producción agrícola (básicamente cereales), por un monto de U\$S 180.000 millones en la próxima década. El objetivo aducido fue el de combatir la desaceleración económica, originada en la caída de los gastos de capital de las empresas, debido a la sobreinversión en equipos durante los años de la "burbuja" tecnológica. Esta política se originó como reacción a la baja generalizada de los beneficios en los sectores manufactureros y de alta tecnología, afectados en su competitividad durante los años de fortaleza del dólar. Por esas razones, en el último año la moneda norteamericana descendió marcadamente frente al euro y, en mucho menor medida, frente al yen.

La estrategia anticíclica adoptada por el gobierno, sin embargo, no ha logrado aún los resultados esperados. En el segundo trimestre de 2003 el Congreso aprobó una nueva rebaja de impuestos del orden de los U\$S 500.000 millones para los próximos años. Como consecuencia de esta política, el Tesoro presentó nuevamente un nivel significativo de déficit fiscal en 2002 (más del 2% del PIB) y se prevé que el déficit se repetirá en los años posteriores, si bien dentro de un contexto de inflación aún controlada. Los riesgos implícitos en esta estrategia son que la Reserva Federal se vea obligada en algún momento a subir las tasas de interés de corto plazo frente a la magnitud del déficit fiscal, lo que afectaría negativamente al consumo y la inversión privada. Otro riesgo es que, ante la debilidad del dólar, la inversión extranjera se retire, haciendo caer fuertemente las bolsas.

Las tasas de corto y de largo plazo de los bonos del Tesoro estadounidense se mantuvieron en niveles bajos durante la primera mitad de 2003, tras haber experimentado cierto repunte efímero hacia fines del año pasado. Así, se mantuvo prácticamente constante el diferencial de rendimientos entre el corto y el largo plazo en alrededor de tres puntos porcentuales para los bonos representativos con rendimiento en 6 meses y 10 años. Cabe

**GRAFICO 7.2**  
Tasa de rendimiento de Bonos del Tesoro de EE.UU.



destacar que últimamente la tasa de los bonos de corto plazo había caído al nivel mínimo de la tasa de los fondos federales. A fines de Febrero de 2002 el bono norteamericano a 2 años de plazo rendía sólo 1,5% anual, el de 10 años rendía 3,7% y el de 30 años lo hacía en 4,7%. Los niveles actuales de las tasas de interés son los menores en las últimas décadas, y acompañan a la desaceleración económica real (Gráfico 7.2).

En 2001 la Reserva Federal había implementado 11 bajas sucesivas en la tasa de fondos federales de corto plazo, desde niveles de 6,5% anual hasta 1,75% anual. Este nivel fue disminuido en la reunión del Comité Federal de Mercado Abierto de Diciembre de 2002 hasta 1,25%, y fue nuevamente rebajado en Junio de 2003 hasta 1% anual, en un marco de debilidad de los mercados accionarios.

A pesar de que ese valor resultó el menor en casi 5 décadas, muchos analistas estiman y esperan que las bajas continuarán este año. En Mayo de 2003 seguían disminuyendo las inversiones en maquinaria y equipos. La Reserva Federal teme que si el crecimiento no se recupera durante varios trimestres, la economía podría caer en una indeseable deflación, con baja de la tasa de ganancia de las empresas y dificultades crecientes para afrontar el pago de las grandes deudas acumuladas por empresas y consumidores. El escenario que se quiere evitar es el de Japón, donde ni la baja de la tasa de interés ni el aumento del gasto público han tenido hasta hoy mucho éxito. No obstante, cabe señalar que hacia Mayo de 2003 tanto la inflación minorista anual como la mayorista todavía superaban la cota del 2%.

Desde Mayo de 2002 los índices bursátiles habían comenzado nuevamente a caer, y esta tendencia se profundizó hacia Septiembre. No obstante, durante Octubre y Noviembre de 2002 se notó una recuperación parcial, que se debilitó hacia finales del año. A comienzos de 2003 la baja aún continuaba, pero tras la finalización de la guerra en Irak la tendencia se revirtió hacia

Junio. Al cierre de este Capítulo el Dow Jones se ubicaba en la zona de los 9.000 puntos, recortando la caída al 10% desde fines de 2001. Por su parte, el indicador Nasdaq compuesto, donde cotizan las acciones de empresas tecnológicas y de Internet, había reaccionado hasta niveles de 1.600 puntos, recuperando casi 20% frente a sus mínimos de principios de 2003. Ambos mercados se ubican así en niveles relativamente bajos para los últimos años, debido entre otras razones al retiro de parte de los inversores, atraídos por opciones más seguras como los bonos del gobierno o la inversión inmobiliaria (un fenómeno que también se percibió en Europa).

La debilidad de los mercados bursátiles se trasladó al dólar, afectado en cierta medida por los fraudes financieros descubiertos en 2002 y por la guerra en el Golfo Pérsico. La moneda estadounidense perdió la paridad con el euro en Diciembre de 2002, y continuó cayendo a principios de 2003, acumulando casi 30% de pérdida en Mayo frente a su valor de fines de 2001. En contraste el dólar tuvo un mínimo retroceso de sólo 1,4% frente al yen con respecto al valor promedio del año 2001. A mediados de 2003 la caída frente al euro se morigeró, observándose cierta leve recuperación. Finalmente, el oro también se fortaleció durante el último año ante la creciente inestabilidad de los mercados financieros, ganando 25% con relación al dólar desde fines de 2001 hasta principios de 2003. No obstante la caída del dólar, hacia Abril de 2003 las importaciones estadounidenses crecían al 7% anual y las exportaciones sólo 0,7%. El déficit de cuenta corriente anual alcanzaba los U\$S 540.000 millones, y los analistas estiman que este desequilibrio se corregirá paulatinamente.

En cuanto al petróleo, esencial para la economía de Estados Unidos (primer importador mundial que compra en el exterior la mitad de su consumo), su precio llegó a superar los U\$S 35 por barril en Febrero, un alza atribuida a la situación en Irak. Posteriormente la cotización bajó tras la definición de la con-

tienda, aunque se mantuvo en niveles de U\$S 30 por barril. La vuelta de Irak al mercado mundial se retrasó debido a la inestabilidad política que aún persiste en ese país. Según informes oficiales, la dependencia norteamericana del petróleo importado aumentaría hasta los dos tercios de su consumo total en los próximos 20 años.

### *Europa*

En el primer trimestre de 2003 la Unión Europea registró una desaceleración económica, y el incremento del PIB fue del 0,8% anual, aunque en comparación con el último trimestre de 2002 la variación alcanzó meramente al 0,1%. La menor tasa de crecimiento de la región en 2002 se registró en Alemania, otrora la economía más dinámica de Europa, y las mayores tuvieron lugar en Irlanda y España, como viene sucediendo tradicionalmente en los últimos años. La inflación mayorista se mantuvo en terreno positivo en la segunda mitad de 2002, debido a la suba de los precios del petróleo. Por su parte, los precios minoristas hacia Mayo de 2003 subían 1,9% anual, respetando así el objetivo de inflación fijado por el Banco Central Europeo. La caída de las bolsas se revirtió a mediados de 2003, y a fines de Junio se registraban avances (con relación a Marzo de 2003) del 20% para Alemania, del 6% al 9% para Francia, Italia y España, y del 5% para Reino Unido. No obstante ello, las variaciones anuales continúan siendo fuertemente negativas, en particular para Alemania y Francia. En los primeros meses de 2003 la cuenta corriente pasaba a registrar un mínimo déficit, frente al superávit de un año atrás.

Las metas de déficit fiscal establecidas como límites por la Unión (3% del PIB) fueron superadas en 2002 en Portugal (más del 4%) y en menor medida en Alemania (3,6%) y Francia (3,1%). Ninguna de las principales economías europeas tuvo superávit fiscal, sólo ciertos países nórdicos. Un caso comprometido es el

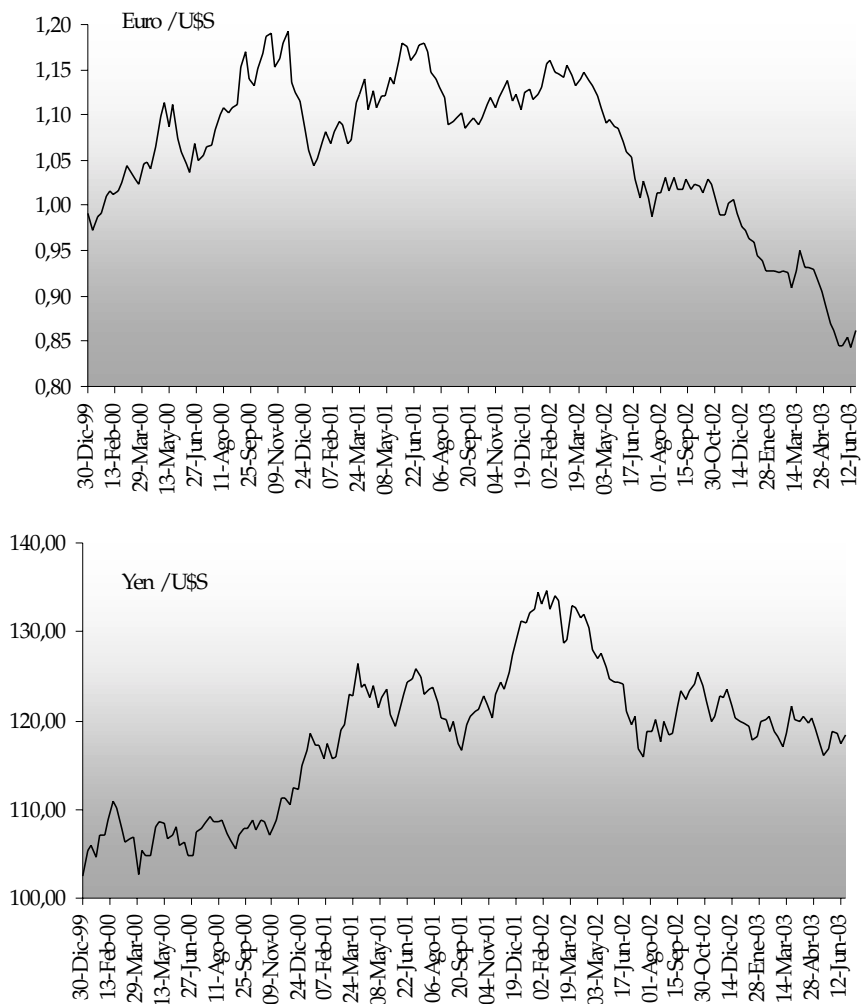
de Italia, cuya deuda pública alcanza al 106,7% del PIB. Adicionalmente, la inflación anual disminuyó hasta 1,9% en Mayo. La producción industrial creció 0,8% anual en Abril y contrariamente a Estados Unidos, la balanza comercial mostró un superávit de U\$S 3.000 millones en el mismo mes. Pero este resultado positivo se logró con una caída del 6% en las exportaciones y del 4% en las importaciones. El desempleo promedio en la zona del euro se mantuvo en 8,8% en Abril de 2003, correspondiendo la tasa más baja a los Países Bajos (3,7%) y la mayor a España (11,4%). Alemania y Francia se ubicaron cerca del promedio.

El Banco Central Europeo (BCE) había mantenido sus tasas de interés de corto plazo durante el año 2002 en niveles de 3,25% anual. Pero como los bancos centrales de Estados Unidos y del Reino Unido adoptaron una política de mayores bajas, se abrió un diferencial a favor de la eurozona que contribuyó a fortalecer al euro. Así, la moneda única europea rozó la paridad con el dólar a fines de Junio de 2002, y finalmente la superó hacia fines de Noviembre, ampliándose la brecha en los primeros meses de 2003. El inicio de la guerra en Irak detuvo temporariamente esta tendencia. De todas formas, la revaluación del euro afectará la competitividad europea y hará caer las perspectivas de crecimiento para este año.

A fines de 2002 también disminuyeron las tasas de corto plazo en Europa, hasta reducirse a 2,5% anual a principios de 2003, para favorecer la hasta ahora débil expansión económica, en particular en Alemania. Posteriormente, a principios de Junio de 2003 la tasa de descuento fue llevada a sólo 2% anual, dejando abierta la posibilidad de nuevos recortes. En el año 2002 también se apreciaron frente al dólar otras monedas, como la libra inglesa y el franco suizo, países cuyo comercio se encuentra fuertemente orientado a la economía de la eurozona.



**GRAFICO 7.3**  
Cotización del US dólar respecto de las principales monedas



*Brasil*

Durante la segunda mitad de 2002 se había producido una fuga de capitales en Brasil, ante la probable derrota del candidato oficialista en las elecciones nacionales de Octubre. Este hecho, junto con el estancamiento económico de la primera mitad de 2002, provocaron la depreciación continua de la moneda (desde 2,35 reales por dólar en el primer trimestre de 2002 hasta superar los 3,90 en el pico de la crisis) y la suba del indicador de riesgo país. En ese entonces, la crisis argentina y la política adoptada hacia ella por los organismos internacionales de crédito contribuían a oscurecer el panorama regional. El marco

general explicativo fue el débil crecimiento del PIB durante el período 1998-2002, que no dejó margen para aumentos del ingreso per cápita, lo que explica las expectativas insatisfechas de grandes sectores de la población. En 2002 la economía creció cerca del 1,5% pero las importaciones se desplomaron. Posteriormente, en el primer trimestre de 2003 el PIB aumentó 2% anual, pero su nivel desestacionalizado retrocedió muy levemente frente al cuarto trimestre de 2002. En ese trimestre, como resultado del esfuerzo del gobierno para cambiar el sentimiento del mercado financiero, la presión tributaria registró un record del 41% del PIB, y hacia Mayo el superávit comercial alcanzó un valor histórico de US\$ 2.500 millones.



El aumento del tipo de cambio el año pasado se notó en la aceleración de la inflación minorista, que superó el 15% anual hacia Abril de 2003, si bien con tendencia reciente a la baja. El Comité de Política Monetaria de Brasil (COPOM) enfrentó renovadas presiones políticas con respecto a los niveles de la tasa de interés interna, y decidió aumentarla hasta 26,5% anual a principios de 2003, con una muy leve baja posterior en Junio de medio punto. Con estos niveles de tasas el país enfrentará dificultades para crecer en 2003, pues significan un piso muy alto para las tasas activas. A pesar de la renovada entrada de capitales que hizo caer el riesgo soberano hasta menos de 700 puntos básicos, la producción industrial retrocedía en el segundo trimestre de 2003. En contrapartida, los indicios de recesión (como la caída del empleo industrial) generaron un superávit récord de cuenta corriente de U\$S 882 millones en Mayo de 2003, frente a un déficit de U\$S 1.890 millones en igual mes de 2002.

Respecto del cuadro fiscal, en la primera mitad de 2003 la recuperación del real provocó una caída del costo financiero de la deuda pública externa. El nuevo gobierno, a pesar de su orientación política reformista, elevó la meta de superávit fiscal primario acordada con el FMI hasta 4,25% del PIB. Los vencimientos de deuda de 2003 están muy concentrados a mediados del año, si bien la reciente entrada de capitales a Brasil ha provocado una sobreoferta de divisas y una apreciación de la moneda. El real se recuperó marcadamente, tras haber rozado R\$ 3,90 por dólar a fines de Septiembre de 2002, hasta niveles de R\$ 2,90 en Junio de 2003. Ultimamente el riesgo soberano se derrumbó, hasta caer temporariamente por debajo de los 700 puntos básicos, un nivel del que no podía descender desde Marzo de 2002. Como consecuencia, el país pudo colocar nuevamente deuda en los mercados voluntarios en Junio al 10,6% anual.

En Mayo se conoció la propuesta de reforma previsional del

gobierno, que implica en el largo plazo tratar de equilibrar los ingresos y egresos del sistema. Esta propuesta provocó fuerte oposición social, incluida la de grupos empresarios que temen que la presión tributaria ahogue la reactivación económica. Hacia el mes de Junio la tasa de desempleo en las principales ciudades del país se acercaba al 13%.

Otros países latinoamericanos también se vieron afectados por la difícil coyuntura que atravesó la región en 2002. En Chile la economía se desaceleró, y el PIB creció poco más del 1% en 2002, al tiempo que empeoró la situación fiscal. Además, el peso chileno tocó mínimos históricos de Ch\$ 750 por dólar en Septiembre de 2002, reapareciendo el déficit comercial. El contexto externo no acompañó, y las exportaciones disminuyeron el año pasado, en particular por la caída en los precios del cobre, por lejos el primer producto exportado. No obstante la moneda se recuperó en 2003, hasta niveles de Ch\$ 700 por dólar. En Uruguay, el PIB decreció 10,8% en 2002 y el desempleo alcanzó niveles récord del 17% en la segunda mitad del año. Sin embargo, tras la exitosa renegociación de deuda de Mayo de 2003 y a semejanza de otras monedas, el peso uruguayo se revaluó levemente, ubicándose recientemente alrededor de las 26 unidades por dólar. En el primer trimestre de 2003 el PIB desestacionalizado se recuperó 0,5%. Se espera para 2003 un modesto crecimiento, si bien menor al que experimentaría Argentina.

### *Japón*

En el segundo trimestre de 2002 se interrumpió el crecimiento de la economía japonesa, y el PIB tuvo una caída del 0,7%. Como consecuencia, el resultado global para 2002 quedó en terreno negativo (-0,5%). En términos históricos, la economía de Japón registró el peor resultado dentro de las principales economías desarrolladas durante el último quinquenio, con un crecimiento acumulado de sólo 3% desde 1997 hasta 2001.

Esta cifra contrasta con el incremento del 19% en Estados Unidos, 9% en Alemania, 14% en el Reino Unido y 15% en Francia en el mismo período.

Este escenario desfavorable se completa con deflación de los precios implícitos del PIB en los últimos 5 años, un caso único entre los países desarrollados. Asimismo, la tasa de inflación minorista anual fue negativa en Mayo de 2003 (-0,2%). Las tasas de interés de corto plazo se ubican actualmente en niveles extremadamente bajos. Por caso, la tasa interbancaria a 6 meses de plazo es de sólo 0,07% anual. La buena noticia provino de la producción industrial, que creció 1,6% anual en Mayo de 2003.

La bolsa nipona se encuentra en valores mínimos para las últimas dos décadas, si bien se recuperó 10% hacia fines de Junio con relación a su valor de fines de Marzo de 2003. No obstante, aún se encuentra 11% por debajo de su valor un año atrás. El desempleo se ubicó en Mayo de 2003 en 5,4%, si bien algunos analistas occidentales sitúan la verdadera cifra en casi el doble. Para combatir la recesión el desequilibrio fiscal fue profundizado hasta llevarlo al 6% del PIB, a través de sucesivos e infructuosos programas expansivos. Este déficit sin embargo coexiste con un fuerte superávit externo, ya que el excedente de cuenta corriente alcanza al 2% del PIB (US\$ 90.000 millones), el mayor del mundo. Hacia mediados de 2003 el superávit comercial mensual estaba en un rango de US\$ 6.000 a 7.000 millones. Como la deuda pública totaliza, según cifras oficiales, más del 140% del PIB, y el sistema financiero registra créditos en mora por casi US\$ 400.000 millones, el año pasado las calificadoras internacionales de riesgo decidieron bajar la nota de la deuda japonesa, no obstante tratarse del mayor acreedor internacional del mundo. La porción del superávit externo que se monetiza genera un contexto de muy bajas tasas de interés activas (1,5% anual) y fuerte crecimiento del agregado monetario amplio M2 (en el orden del 20% anual).

El yen se había debilitado paulatinamente frente al dólar hasta superar los 130 unidades por dólar en Marzo de 2002. En los últimos meses sin embargo se fortaleció nuevamente, hasta ubicarse en 119 yenes por dólar a fines de Junio de 2003, prácticamente el mismo valor de hace un año. El Banco Central de Japón actúa generalmente vendiendo yenes en el mercado de divisas cuando la apreciación es significativa, pues sus autoridades asumen que las exportaciones continúan siendo la fuerza motriz del crecimiento y la clave de una futura recuperación del país. Pero a pesar de esta estrategia, la relativa fortaleza de la economía nipona hizo avanzar al yen 11% frente al dólar durante 2002.

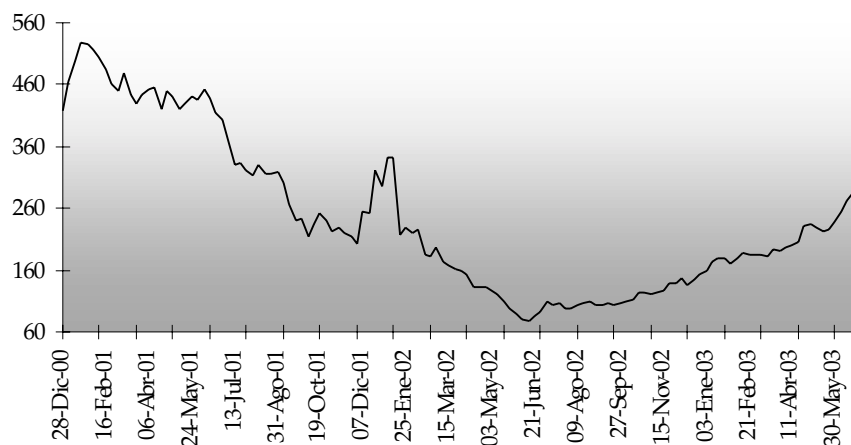
## II. Evolución del Mercado Accionario Argentino

En la segunda mitad de 2002 la bolsa argentina inició una tendencia a la recuperación, tras la fuerte baja que caracterizó el período de crisis financiera de principios de ese año. Este repunte fue consecuencia básicamente del proceso de reactivación económica, aunque también influyó la mejora de las expectativas tras la normalización institucional con la asunción de un nuevo gobierno. En su punto de mayor profundidad, la crisis financiera había provocado una caída del Merval (medido en dólares) hasta llegar a tocar los 80 puntos en Junio de 2002. Pero en el tercer trimestre, ante el estancamiento de la divisa norteamericana, el valor de las acciones del Merval avanzó paulatinamente hasta alcanzar los 108 puntos promedio en Septiembre, una recuperación del 17% frente al promedio de Junio. Hacia Diciembre la bolsa experimentó un nuevo e importante avance, llegando el indicador a superar los 150 puntos frente al retroceso del dólar. En la primera mitad de 2003 la suba continuó, hasta alcanzar cotas de 280 puntos (en dólares). Así, la bolsa local se revalorizó cerca de 200% en un año, si bien partiendo desde niveles históricamente mínimos. Al cierre de este Informe Económico esa re-

cuperación continuaba, a pesar de algunas señales aisladas que podrían indicar cierta desaceleración económica (Cuadro A7.3 del Apéndice Estadístico y Gráfico 7.4).

avance del 23%. Hacia Junio de 2003 la recuperación bursátil continuaba en el mundo desarrollado, cerrándose para Estados Unidos el mejor trimestre bursátil en casi cinco años. La

**GRAFICO 7.4**  
Indice Merval (en dólares)  
*Cierres semanales*



En la primera mitad de 2003 la evolución de las bolsas internacionales fue en general positiva, en particular durante el segundo trimestre. A fines de Junio de 2003 se registraban avances trimestrales (medidos en dólares) del 11% para Estados Unidos (indicador Dow Jones, ya que el Nasdaq superó esa cifra), 10% para Japón, 21% para Alemania (récord en Europa), 7% para Francia y 5% para el Reino Unido. De manera análoga a lo sucedido en Estados Unidos, en todos estos mercados se trató de recuperaciones frente a las pérdidas sufridas durante 2002, que habían continuado las caídas de 2000 y 2001.

Bolsa de Buenos Aires resultó en ese lapso claramente la mejor opción, valorizándose casi 77% en dólares en la primera mitad de 2003. Medido en pesos, el Merval avanzó 47% en la primera mitad del año, frente a un aumento de los precios combinados prácticamente nulo. En una comparación a más largo plazo, los 800 puntos que superó el Merval (medido en pesos) a fines de Junio pasado se acercan, una vez deflactados por el índice de precios combinados, al promedio del índice para el bienio 1999 – 2000.

Durante la primera mitad de 2003 en América Latina se destacaron los avances bursátiles medidos en dólares. Así Brasil, la mayor economía de la región, verificó una mejora de más del 43% en el indicador BOVESPA. Méjico por su parte, que había resistido la crisis de 2002 en mejores condiciones, observó una recuperación del 14,5% en dólares en la primera mitad de 2003. Chile se ubicó en un lugar intermedio, con un

### III. Evolución de las Cotizaciones y Colocaciones de Deuda Pública

#### III. 1. Evolución del riesgo soberano

En el primer trimestre de 2003 no hubo mayor variación en el riesgo soberano<sup>2</sup> implícito en el precio de los títulos públicos de

<sup>2</sup> Tales indicadores se definen como el margen (spread) entre las tasas de rendimiento de distintos títulos dolarizados del país y las de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos para plazos similares.

Argentina en relación con el trimestre anterior. El indicador calculado por el banco J.P. Morgan para los títulos nacionales (EMBI Argentina), medido sobre los principales títulos emitidos antes de 2001 (Bonos Brady y Globales) registró un nivel de aproximadamente 6.330 puntos básicos (promedio del período Enero-Marzo de 2003), prácticamente el mismo nivel que durante el cuarto trimestre de 2002. Esto implica que no influyó sobre este indicador la firma del tratado con los organismos internacionales de crédito en Enero de este año, puesto que la mayoría de los acreedores privados debieron continuar esperando la reestructuración de deuda.

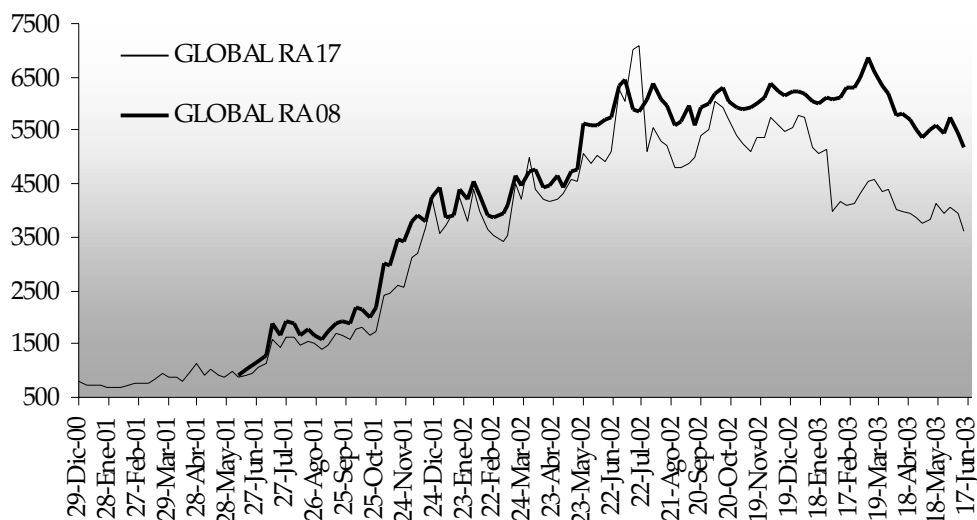
Posteriormente, en el segundo trimestre de 2003 el riesgo soberano argentino inició una tendencia descendente, desde 5.500 puntos básicos en Abril hasta 4.500 a fines de Junio. Cabe destacar sin embargo que desde fines de 2001 el indicador ha perdido relevancia económica, pues su evolución desde entonces difiere de la del nivel de actividad, ahora en franca recuperación. Muchos analistas consideran que es más representativo el nivel de riesgo soberano implícito en los títulos BODEN emitidos en el último año, cuyo nivel se ubica en aproximadamente 800 puntos básicos, comparable al riesgo soberano promedio

de Brasil. En el Gráfico 7.5 y el Cuadro 7.2 puede observarse la evolución de los principales títulos públicos argentinos.

En América Latina la evolución durante el primer trimestre de 2003 fue positiva, ya que en Brasil, el país más importante de la región, asumió tras las elecciones un equipo económico de orientación ortodoxa, con lo que el riesgo soberano empezó a caer. El indicador brasileño cayó desde unos 1.750 puntos básicos en el cuarto trimestre de 2002 hasta 1.240 puntos en el primero de 2003. La tendencia declinante prosiguió en el segundo trimestre, ubicándose el promedio de ese período en cerca de 810 puntos, y Junio registró aún menos (750). La ayuda comprometida por el FMI el año pasado y efectivizada en 2003 parece haber evitado el peor escenario, si bien la refinanciación de la deuda plantea aún serios interrogantes si las tasas de interés no descienden.

Uruguay padeció en 2002 una crisis económica y financiera similar a la de Argentina. Su riesgo soberano experimentó un aumento semejante, desde niveles cercanos a 200 puntos a principios de 2002 hasta llegar a valores máximos de 1.500 en Julio, y posteriormente se mantuvo en general en niveles altos. El país vecino sufrió una fuerte fuga de capitales y perdió la mitad de

**GRAFICO 7.5**  
Evolución del Riesgo Soberano



**CUADRO 7.2**  
Evolución del Riesgo Soberano  
*En puntos básicos*

FECHA	BONOS BRADY		FRB	BONOS GLOBALES		
	PAR STRIPPED	DISCOUNT STRIPPED		RA 08	RA 17	RA 27
30-Dic-99	714	767	589		514	457
29-Dic-00	1.048	1.066	681		789	691
28-Dic-01	5.651	3.906	13.615	4.448	3.569	3.340
25-Ene-02	4.113	3.944	11.605	4.219	3.806	3.194
22-Feb-02	5.241	3.663	12.066	3.885	3.538	3.305
29-Mar-02	4.788	4.192	12.276	4.724	4.979	4.240
26-Abr-02	4.761	3.662	13.843	4.663	4.218	4.158
31-May-02	4.532	4.268	21.548	5.603	4.879	4.449
28-Jun-02	5.336	4.430	34.020	6.326	6.256	5.276
26-Jul-02	7.628	5.284	36.603	6.061	5.105	6.470
30-Ago-02	8.574	7.748	45.328	5.679	4.816	5.594
27-Sep-02	16.186	9.226	25.090	5.988	5.528	4.981
25-Oct-02	7.018	4.434	23.713	5.925	5.386	4.824
29-Nov-02	6.427	3.779	27.804	6.360	5.724	4.624
27-Dic-02	8.469	5.821	31.628	6.246	5.771	4.787
31-Ene-03	8.390	5.239	38.462	6.095	3.994	4.953
28-Feb-03	9.836	4.260	31.836	6.485	4.334	5.144
31-Mar-03	8.089	3.696	10.792	6.208	4.380	4.084
30-Abr-03	6.585	4.205	9.420	5.525	3.851	3.245
31-May-03	7.693	3.853	9.413	5.737	4.065	3.298
20-Jun-03	5.448	3.291	7.810	5.169	3.584	2.960

Fuente: Oficina Nacional de Crédito Público

sus reservas internacionales. Tuvo entonces que ser auxiliado por los organismos internacionales de crédito para superar sus problemas de liquidez, aunque la asistencia se interrumpió a principios de 2003, forzando la reprogramación de la deuda pública. Como consecuencia, el peso uruguayo perdió 53% de su valor durante 2002, mientras que el producto bruto se derrumbó casi en la misma proporción que en Argentina (-10,8%). Los aumentos del riesgo soberano fueron mucho menores para Méjico y Chile, dos países con mayor fortaleza macroeconómica a lo largo del último quinquenio. Sin embargo, la crisis impactó en la depreciación de sus monedas frente al dólar, que fue del 8% en Chile y del 12% en Méjico en 2002. No obstante, en el cuarto trimestre también descendió el riesgo soberano en Méjico, y en menor medida en Venezuela. El indicador general para los principales mercados emergentes (EMBI+) cayó así en el

cuarto trimestre hasta 853 puntos básicos, tendencia que se confirmó durante el primer trimestre de 2003, ubicándose en 710 puntos.

### III.2. Colocaciones de deuda pública

#### Mercado internacional

Desde mediados de 2001 a la fecha no se realizaron nuevas emisiones de deuda pública debido a que el mercado financiero internacional canceló el crédito voluntario para Argentina. El pago de los compromisos con los acreedores privados (tenedores de bonos radicados en el exterior) fue diferido desde Diciembre de 2001 y se encuentra pendiente de renegociación. Además,

en Febrero de 2002 el gobierno convirtió todas las obligaciones en poder de inversores locales originadas en dólares, a deudas en pesos a la relación de \$ 1,40 por dólar más el coeficiente CER<sup>3</sup>, si bien posteriormente abrió la posibilidad de que los préstamos garantizados en poder de las Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión puedan ser reconvertidos a futuro en títulos en dólares (ver Informe Económico N° 41).

Tras la firma del acuerdo con los organismos internacionales de crédito en Enero de 2003 se retomaron las tratativas con los restantes acreedores privados externos. En Diciembre de 2002 el Poder Ejecutivo encomendó al Ministerio de Economía el proceso de selección y contratación de un asesor financiero para hacerse cargo de la reestructuración y negociación de la deuda pública del Estado Nacional. Para ello redactó un pliego de condiciones de un concurso público internacional de antecedentes y presentación de una propuesta financiera. El concurso, destinado a las principales entidades bancarias con participación en los mercados emergentes de capitales que pudieran brindar asesoramiento en las plazas que concentran las mayores tenencias de deuda (en particular Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Italia y Japón), fue ganado finalmente por el banco de inversión de origen francés Lazard Freres en Febrero de 2003.

El requisito impuesto a las entidades participantes en la licitación fue no ser acreedores directos de la Argentina, ni indirectamente a través de empresas vinculadas. Tampoco pudieron haber participado como colocadores principales de deuda soberana argentina durante los años 2000 y 2001. El asesor financiero no negociará por sí mismo, sino que sólo asesorará al gobierno, debiendo contar con autorización expresa del Ministerio de Economía en la ejecución de cualquier operación de reestructuración. El objetivo es lograr una reprogramación global de la

deuda que permita un horizonte financiero más holgado en el largo plazo, sobre la base de medidas tales como reducción de los montos de capital, mayores plazos de amortización y menores tasas de interés. Se estima que la primera propuesta concreta sería presentada tras la negociación de un acuerdo de largo plazo con los organismos internacionales de crédito, hacia el mes de Septiembre de este año.

### Mercado local

Desde los primeros meses de 2002, y con el objetivo de regular la liquidez del mercado y ofrecer un instrumento de inversión en pesos, se realizaron licitaciones de Letras del Banco Central de la República Argentina (LEBAC), a plazos cada vez mayores que últimamente alcanzaron los 18 meses. Además, en la primera mitad de 2002 se emitieron los bonos del Estado Nacional destinados a los ahorristas (BODEN 2005, 2007 y 2012) provenientes de la fase 1 del canje de depósitos. En Septiembre se implementó una segunda fase del canje de bonos, esta vez mediante bonos BODEN 2013 con garantía adicional de los bancos. También existió la opción de elegir notas bancarias a 10 años de plazo en dólares, con un aval complementario del Estado hasta cubrir la diferencia con la cotización del dólar a futuro<sup>4</sup>. En la primera mitad de 2003 también se emitieron los BODEN 2008 destinados a jubilados y empleados del Estado Nacional por el recorte del 13% en sus remuneraciones durante la segunda mitad de 2001 y el año 2002. El total de BODEN emitidos se acercó así a U\$S 14.200 millones, destinados en casi sus dos terceras partes a compensar a los bancos, y el resto para los ahorristas.

Durante el tercer trimestre de 2002 el gobierno suspendió por 90 días el pago de impuestos nacionales con los títulos públicos

<sup>3</sup> Ver llamada 1, anterior.

<sup>4</sup> Ver Informes Nros. 41 y 42, Capítulo Mercado de Capitales.



que se encuentran en default<sup>5</sup>. El Decreto N° 2.243/2002 dispuso un cupo mensual de \$ 80 millones, hasta la fecha de sanción de la Ley prevista en el Decreto N° 1.657/02, para la aplicación a la cancelación de obligaciones tributarias nacionales de los cupones de intereses, vencidos o a vencer hasta la sanción de dicha Ley, de Letras Externas de la República Argentina en Dólares Estadounidenses, así como de los títulos previstos en los Decretos 1.005/01 y 1.226/01. A los fines de utilizar el cupo mensual previsto en dicho Decreto, la Secretaría de Hacienda del Ministerio de Economía efectúa licitaciones mensuales desde Octubre de 2002, a las que pueden presentarse los tenedores de los títulos mencionados para realizar una oferta de cancelación compuesta por una proporción de pesos y dichos títulos.

### IV. Las Inversiones de las A.F.J.P.

En Mayo de 2003 los fondos de jubilaciones y pensiones alcanzaron un valor aproximado de \$ 42.350 millones, alrededor del 11,7% del valor del PIB estimado para 2003. Este monto representó un aumento nominal de cerca de \$ 8.200 millones (24%) con respecto al stock acumulado en Mayo de 2002. El incremento superó los \$ 21.500 millones si se lo mide frente a Diciembre de 2001 (período en el que aún estaba vigente la Convertibilidad). Esta suba ocurrió básicamente debido a la decisión del gobierno a principios de 2002 de transformar los activos constituidos originalmente en dólares (títulos públicos nacionales y plazos fijos), en activos denominados en pesos, a la paridad de \$ 1,40 por dólar más el ajuste por el coeficiente CER. Mediante esta conversión el valor nominal en pesos de esos activos se duplicó. Por el contrario, el valor en dólares de los fondos acumulados disminuyó, como sucedió con casi todos los activos reales y financieros del país. Sin embargo, evaluados en moneda constante, deduciendo el aumento de precios al consu-

midor ocurrido hasta Mayo de 2003 (44%), el rendimiento de los fondos resultó holgadamente positivo en ese período.

La rentabilidad promedio (o histórica) del sistema se ubicó en 15,2% nominal anual hacia Mayo de 2003, mientras que el mismo indicador alcanzó 10,6% real (ajustada por IPC) en esa fecha. La rentabilidad promedio subió merced al elevado rendimiento del último año (26,4% nominal), ya que en los años 1998 y 2001 había resultado negativa.

La alta concentración del sistema tras las fusiones autorizadas hace algunos años significó que las cuatro mayores administradoras son responsables por el 74% de los fondos totales del sistema y por una proporción similar del total de afiliados, repartiéndose el resto entre otras ocho empresas de menor magnitud.

Durante el último año el número de afiliados al sistema de capitalización ascendió levemente, llegando a los 9,2 millones en Mayo de 2003. El número de aportantes sin embargo fue de sólo 3,1 millones en ese mismo mes, con un leve incremento del 3% sobre el año anterior. Esto significó que la relación entre aportantes y afiliados se ubicó en niveles históricamente mínimos del 34% en dicho mes. Esta relación ha venido bajando sistemáticamente en los últimos cinco años, debido al permanente aumento del número de afiliados frente al estancamiento casi total de los aportantes, una señal de la magnitud que alcanza la evasión de este impuesto. Es asimismo destacable el hecho de que aproximadamente 96% del total de aportantes sean trabajadores en relación de dependencia, lo que revela el escaso interés que despierta el sistema entre los autónomos. Además en el último año muchos autónomos inscriptos como monotributistas fueron reasignados al sistema estatal de reparto. Existen además 131 mil beneficiarios vigentes del nuevo sistema.

<sup>5</sup> Este pago estaba autorizado desde fines de 2001, y la medida se adoptó debido a que había crecido fuertemente la proporción de impuestos nacionales que se cancelaban con estos títulos, perjudicando las relaciones fiscales con las provincias.



Los fondos promedio acumulados por afiliado alcanzaron aproximadamente a \$ 4.600 en Mayo pasado, aunque si se considera sólo a los aportantes efectivos actuales, esa cifra teórica asciende hasta cerca de \$ 13.100. Por otra parte, la recaudación previsional de las AFJP se recuperó parcialmente frente a sus niveles mínimos de principios de 2002. En Mayo de 2003 fue de \$ 213 millones, un monto 23% superior al del mismo mes del año anterior, hecho en parte explicado por la suba de los aportes personales. Debido a que los aportes volverán a subir del 7% del ingreso (alícuota vigente desde Marzo de 2003) al 9% en Junio (y luego llegarían hasta 11%), se estima que la recaudación previsional también subirá proporcionalmente. Cabe destacar al respecto que la recaudación anual acumulada a Mayo pasado se ubicó en valores cercanos a \$ 2.100 millones, aproximadamente la mitad de la de los años 1998 a 2000. La comisión promedio del sistema se ubicó en 2,25% del ingreso imponible, correspondiendo 0,8% a los seguros obligatorios y el resto a la comisión neta. Debido al incremento del costo de los seguros anunciado por varias AFJP, la comisión promedio subiría hasta 2,54% en Julio.

En los Cuadros 7.3 y A7.4 (este último del Apéndice Estadístico) y en el Gráfico 7.6 puede observarse en detalle la composición de los fondos que administran las AFJP. En el Cuadro 7.3 se observa que en el último año los préstamos garantizados y los títulos públicos nacionales mantuvieron su enorme participación, y los provinciales y municipales disminuyeron marcadamente la suya. Se produjo un fuerte aumento de los títulos emitidos por sociedades extranjeras, mientras que las bajas más importantes se verificaron en los depósitos a plazo fijo y en los fondos comunes de inversión. Análogamente, se recobraron los montos colocados en acciones de sociedades anónimas nacionales, incluidas las de empresas privatizadas.

Analizando detalladamente se observa que, a pesar de que las AFJP no volvieron a invertir en Títulos Públicos Nacionales, ellos son con mucho el instrumento de mayor participación en sus carteras, reuniendo el 75,9% de las inversiones en Mayo de 2003. La mayor parte de ese porcentaje (62,3% del total de patrimonios) corresponde a los Préstamos Garantizados al gobierno nacional provenientes del canje de deuda pública de fines de 2001, los que no obstante disminuyeron 3,2 puntos porcentuales frente a diciembre de 2002<sup>6</sup>. Análogamente, cabe señalar que del aumento neto del valor de los fondos totales administrados ocurrido desde diciembre de 2001 hasta Mayo de 2003 (\$ 21.565 millones), poco más del 80% proviene de la conversión a pesos de estos títulos públicos nacionales (a razón de \$ 1,40 por dólar más el coeficiente CER) y de cambios en las normas de valuación de los mismos. Los títulos emitidos por otros entes estatales (cédulas hipotecarias, bancos, gobiernos provinciales y municipales) representaban a fines de Mayo de 2003 pasado el 1,9% de los fondos totales, habiendo descendido a menos de la mitad de los valores representados a fines de 2001.

Las acciones en sus dos categorías (de sociedades anónimas y de empresas públicas privatizadas) recuperaron participación en las inversiones de las administradoras en los últimos meses. En Mayo de 2003 representaban 7,5% del total de la cartera, frente al 6,6% en Diciembre de 2002. Con ello se ubicaron en tercer lugar en el ranking de inversiones, superando a los certificados a plazo fijo, que sufrieron una caída aún mayor. Esto se produjo debido tanto a la mejora nominal en las cotizaciones bursátiles como al aumento del riesgo implícito en los depósitos bancarios. No obstante, este porcentaje implica sólo una recuperación parcial frente a la parte todavía mayor que reunían anteriormente las acciones (10,2% en Diciembre de 2001).

<sup>6</sup> Entre los restantes títulos se destacan los bonos externos globales con vencimiento en 2031.

**CUADRO 7.3**

**Inversiones de los Fondos de Jubilaciones y Pensiones**

*En miles de pesos*

	31-Dic-00		31-Dic-01		31-Dic-02		31-May-03	
	Montos	% sobre el Fondo	Montos	% sobre el Fondo	Montos	% sobre el Fondo	Montos	% sobre el Fondo
<b>I. Disponibilidades</b>	<b>56.585</b>	<b>0,3</b>	<b>463.525</b>	<b>2,2</b>	<b>485.610</b>	<b>1,3</b>	<b>394.922</b>	<b>0,9</b>
<b>II. Inversiones</b>	<b>20.324.887</b>	<b>99,7</b>	<b>20.322.733</b>	<b>97,8</b>	<b>38.190.823</b>	<b>98,7</b>	<b>41.956.427</b>	<b>99,1</b>
Titulos Públicos emitidos por la Nación	10.050.394	49,3	13.559.302	65,2	29.177.334	75,4	31.350.726	74,0
Tit. Púb. emitidos por la Nación Negociables	4.052.240	19,9	1.417.463	6,8	3.360.244	8,7	4.504.022	10,6
Tit. Púb. emitidos por la Nación a término	5.998.154	29,4	95.970	0,5	394.477	1,0	382.370	0,9
Tit. Púb. Nacionales Garantizados		0,0	40.761	0,2	93.334	0,2	71.876	0,2
Fideicomisos financieros		0,0	15.704	0,1	9	0,0	9	0,0
Préstamos al Gob. Nacional Garantizados		0,0	11.989.404	57,7	25.329.270	65,5	26.392.449	62,3
Titulos emitidos por Entes Estatales	1.082.266	5,3	569.250	2,7	483.840	1,3	808.535	1,9
Títulos de Entes Estatales negociables	124.691	0,6	22.668	0,1	29.693	0,1	35.185	0,1
Títulos de Entes Estatales a término	3.200	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Títulos de Gobiernos Provinciales	822.445	4,0	454.663	2,2	337.974	0,9	524.123	1,2
Títulos de Gobiernos Municipales	131.930	0,6	91.919	0,4	116.173	0,3	249.227	0,6
Obligaciones Negociables a Largo Plazo	508.609	2,5	280.491	1,3	114.282	0,3	245.693	0,6
Obligaciones Negociables a Corto Plazo	62.241	0,3	70.717	0,3	295.196	0,8	398.060	0,9
Obligaciones Negociables Convertibles	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Depósitos a Plazo Fijo	3.185.743	15,6	2.263.934	10,9	988.855	2,6	1.327.552	3,1
Certificados de Plazo Fijo	2.884.444	14,2	2.121.977	10,2	988.855	2,6	1.298.334	3,1
Certificados de Plazo Fijo ajustables por CER							29.218	0,1
Plazos Fijos de rendimiento variable	195.382	1,0	23.684	0,1	0	0,0	0	0,0
Plazos Fijos con opción cancelac. anticipada	105.917	0,5	118.273	0,6	0	0,0	0	0,0
Acciones de Sociedades Anónimas	2.263.352	11,1	1.953.345	9,4	2.429.647	6,3	3.009.413	7,1
Acciones de Empresas Públicas Privatizadas	236.030	1,2	174.967	0,8	101.938	0,3	159.954	0,4
Fondos Comunes de Inversión	1.673.298	8,2	691.137	3,3	712.198	1,8	700.515	1,7
Fondos Comunes de Inversión Cerrados	12.495	0,1	11.196	0,1	47.213	0,1	0	0,0
Fondos Comunes de Inversión Abiertos	367.646	1,8	398.550	1,9	379.544	1,0	464.160	1,1
Fideicomisos Financieros	1.293.157	6,3	281.391	1,4	285.441	0,7	236.355	0,6
Titulos emitidos por Estados Extranjeros	0	0,0	0	0,0	73.681	0,2	62.029	0,1
Titulos emitidos por Sociedades Extranjeras	910.357	4,5	383.049	1,8	3.377.150	8,7	3.374.746	8,0
Acciones de Sociedades Extranjeras	799.766	3,9	327.339	1,6	2.300.831	5,9	2.435.357	5,8
Títulos emitidos por Sociedades Extranjeras	28.323	0,1	29.406	0,1	789.186	2,0	59.896	0,1
Fondos comunes de inversión según art. 3 Instrucc. 18/00	82.268	0,4	26.304	0,1	287.133	0,7	317.314	0,7
Fondos de inversión extranjeros negociables	0	0,0	0	0,0	0	0,0	562.179	1,3
Economías Regionales	289.587	1,4	320.456	1,5	373.646	1,0	448.213	1,1
Cédulas y Letras Hipotecarias	12.830	0,1	4.441	0,0	1.439	0,0	1.180	0,0
Contratos de Futuros y Opciones	11.354	0,1	2.836	0,0	2.836	0,0	2.836	0,0
Fondos de Inversión Directa	38.826	0,2	48.278	0,2	58.365	0,2	66.587	0,2
Total Inversiones en trámite irregular neto de provisiones			530	0,0	416	0,0	388	0,0
<b>III. Total Fondo de Jubilaciones y Pensiones (I + II)</b>	<b>20.381.472</b>	<b>100,0</b>	<b>20.786.258</b>	<b>100,0</b>	<b>38.676.433</b>	<b>100,0</b>	<b>42.350.985</b>	<b>100,0</b>

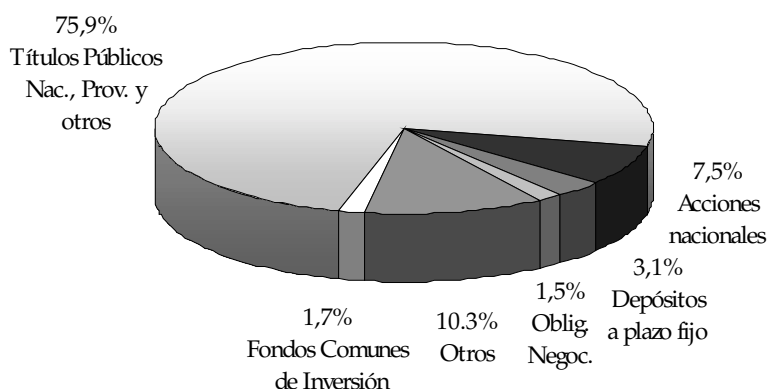
*Fuente: Secretaría de Política Económica sobre la base de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (S.A.F.J.P.)*

Los fondos comunes de inversión perdieron fuertemente participación en la cartera de las AFJP en los últimos años, al punto de representar ahora menos de un quinto de lo que llegaron a significar a fines de 2000. En ese intervalo cayeron del 8,2% al 1,7% del total de las carteras. Además, pese a la mejora parcial del mercado bursátil, continuaron cayendo en el último año. El descenso acumulado se explica por los menores montos aplicados a los fideicomisos financieros, en gran medida depósitos a plazo fijo en el sistema bancario local. Así, se ubicaron en el

quinto lugar en la preferencia de las administradoras por el monto de los fondos invertidos.

Los depósitos a plazo fijo ocuparon en Mayo de 2003 el cuarto lugar en las preferencias de las administradoras, mostrando últimamente leve tendencia al alza. Reuniendo sólo un 3,1% del total de los fondos administrados, los depósitos a plazo fijo han caído a la cuarta parte de lo que significaban a fines de 2001. Además, en el último año desaparecieron los instrumentos de

**GRAFICO 7.6**  
Inversiones de las A.F.J.P. al 30-Mayo-2003



depósitos a plazo de rendimiento variable (DIVA) y aquéllos con opción de cancelación anticipada, pero aparecieron en forma incipiente los plazos fijos ajustados por CER. La fuerte caída de los plazos fijos se explica por las medidas de restricción financiera de fines de 2001 y principios de 2002, que los relegaron como alternativa confiable de inversión. Ultimamente comenzaron a recuperarse lentamente, debido al contexto de mayor normalidad financiera.

Algunas categorías de inversión continuaron avanzando durante el último año. Este fue el caso en especial de los títulos de

sociedades extranjeras, en general certificados representativos de acciones extranjeras que se negocian en la bolsa local (particularmente empresas privatizadas en manos españolas). Su participación se incrementó en Mayo de 2003 hasta abarcar el 8% del total de inversiones, frente a sólo 1,8% de fines de 2001. Se posicionaron así en el segundo lugar en el ranking de preferencia de las administradoras.

Finalmente, las obligaciones negociables avanzaron levemente su participación en el total de fondos administrados (1,5% del total de inversiones en Mayo pasado frente a 1,1% de fines de 2002).

# Dinero y Bancos

## Panorama monetario

■ Durante los cinco primeros meses de 2003 se consolidó la tendencia positiva registrada ya a fines de 2002 en el panorama monetario. El aumento de la base monetaria, resultante fundamentalmente de las compras de divisas realizadas por el BCRA, fue la contrapartida de un incremento en la demanda de saldos reales derivado de la mayor confianza en la moneda doméstica, de la revisión a la baja de las expectativas de inflación y de la recuperación de la actividad económica en un contexto de normalización tanto del mercado cambiario y de capitales como del sistema financiero.

Con respecto a los meses anteriores, en enero se redujo la emisión monetaria debido a que el BCRA disminuyó las compras de divisas al sector privado y a que el sector público se convirtió en contractivo, debido al significativo incremento registrado en el superávit primario del Tesoro<sup>1</sup>. De esta forma, el BCRA pudo llevar a cabo una política monetaria más austera, la cual en febrero llegó a convertirse en contractiva. Debe señalarse que el BCRA adoptó medidas para flexibilizar gradualmente el mercado de cambios<sup>2</sup> y reducir su intervención en el mismo. La oferta de divisas resultante de un superávit comercial récord superó en

forma significativa a la demanda de divisas, resultando de ello un tipo de cambio con tendencia a la baja.

En tanto, las operaciones del BCRA con las entidades financieras generaron una contracción de la base monetaria durante enero debido a que el pago realizado por las entidades de primas e intereses de la asistencia recibida fue parcialmente compensado por la acreditación de la remuneración de sus cuentas corrientes por el BCRA. El nivel de reservas internacionales del BCRA alcanzó a fines de enero a U\$S 9.326 millones, con una caída mensual de U\$S 1.150 millones como consecuencia básicamente de los pagos realizados a los organismos internacionales.

Como se puede observar en el Cuadro 8.1, en febrero comenzó a disminuir la importancia de la liquidación de exportaciones como principal factor de expansión monetaria. En tanto, el impacto monetario de las operaciones del Gobierno fue moderado debido a que la cancelación de los adelantos transitorios fue parcialmente compensada por el ingreso de fondos de los organismos internacionales. Este ingreso de divisas fue el que,

<sup>1</sup> En enero de 2003 se realizaron adelantos al Tesoro Nacional por \$ 3.670 millones (además de transferencias de utilidades pendientes del año 2002 por \$ 477 millones). Sin embargo estos fondos no afectaron la base monetaria porque se destinaron al pago de obligaciones contraídas con organismos internacionales (en el marco del acuerdo con el FMI).

<sup>2</sup> Se flexibilizaron los pagos de servicios de capital e intereses financieros y utilidades y dividendos al exterior, se aumentó el límite de la posición general de cambios del 5% al 6% y luego al 8% y se incrementó de U\$S 100.000 a U\$S 150.000 el límite máximo de compra de divisas sin necesidad de autorización del BCRA. También se redujeron los plazos mínimos de financiación de importaciones de bienes de capital, y los plazos para la liquidación de exportaciones comenzaron a regirse por acuerdo entre exportador e importador. Además, se flexibilizó el pago anticipado de importaciones (inicialmente con los bienes de capital y luego con todas las restantes importaciones) y se elevó de U\$S 200.000 a U\$S 1.000.000 el monto mínimo de las operaciones de exportación cuyas divisas los bancos deben ceder al BCRA. Por último, para evitar los problemas ocasionados por la falta de líneas de crédito, el BCRA comenzó a actuar como verdadero intermediador de los agentes (Comunicaciones "A" 3.843, 3.844, 3.845, 3.846, 3.847, 3.859, 3.856, 3.619 del Banco Central).

**CUADRO 8.1**  
Oferta y demanda de Base Monetaria  
En millones de pesos

	Jul-02	Ago-02	Sep-02	Oct-02	Nov-02	Dic-02	Ene-03	Feb-03	Mar-03	Abr-03	May-03
<b>I. OFERTA DE BM</b>	191	252	633	607	292	956	-573	-117	7	-59	903
a. Asistencia al Tesoro	0	0	0	117	1.819	0	3.670	-880	-612	-100	2.100
b. Asistencia al Sist. Financiero	218	208	-3.575	-48	-62	-112	-142	-203	-158	-170	-285
c. Sector Externo Público	-2.753	-970	-28	-575	-1.762	-477	-4.646	1.925	144	319	-1.969
d. Utilización Cta. Gob. Nac.	2.821	986	4.077	862	202	1.055	436	-988	583	-99	83
e. Otros	-99	29	160	220	96	491	108	29	54	-17	169
<b>2. DEMANDA DE BM</b>	331	763	1.324	1.825	1.960	2.788	341	672	499	808	2.674
a. Circulante en poder del público	440	-358	-199	285	706	2.628	-205	364	292	379	805
b. Reservas Bancarias	-109	1.121	1.523	1.540	1.254	160	546	308	207	429	1.869
Circulante en banco	-129	215	140	168	180	100	-10	-61	38	49	77
Cuenta Corriente en el BCRA	20	906	1.383	1.372	1.074	60	559	369	169	380	1.792
<b>3. DESEQUILIBRIO (NEC. ABSORCION)</b>	-140	-511	-691	-1.218	-1.668	-1.832	-914	-789	-492	-867	-1.771
a. Intervención cambiaria	-433	-1.302	-718	-1.710	-1.583	-1.934	-1.680	-906	-519	-998	-2.332
b. LEBAC	293	791	27	492	-85	102	766	117	27	131	561
<b>RESERVAS INTERNACIONALES del BCRA (Stock en millones de dólares)</b>	8.986	9.102	9.404	9.883	10.022	10.476	9.326	10.289	10.517	10.971	11.374

Fuente: Sobre la base del BCRA (información al 2 de julio de 2003).

básicamente, generó el aumento de U\$S 963 millones registrado en las reservas internacionales del Banco Central durante esos meses. Cabe enfatizar que el nivel de reservas alcanzado a fines de febrero, U\$S 10.289 millones, implicó la recuperación de las reservas utilizadas por el BCRA en sus intervenciones en el mercado de cambios desde febrero de 2002.

En marzo el incremento en la expansión monetaria fue significativamente menor al de febrero. En efecto, si se tiene en cuenta la reducción de \$ 140 millones del stock de cuasimonedas provinciales<sup>3</sup>, la base monetaria amplia aumentó \$ 359 millones en el mes<sup>4</sup>. Por su parte, las reservas internacionales se incrementaron U\$S 228 millones, alcanzando a U\$S 10.517 a fines de marzo.

Por lo tanto, como resultado de las comentadas evoluciones mensuales el primer trimestre de 2003 evidenció un crecimiento moderado de la base monetaria, con una emisión primaria de

dinero derivada de la oferta de divisas proveniente del superávit comercial. Los factores de expansión monetaria estuvieron básicamente vinculados a fuentes externas y no a las necesidades de financiamiento de los agentes internos. Asimismo, cabe mencionar que el crecimiento de reservas por operaciones del BCRA con el sector privado (liquidaciones de comercio exterior e intervención) fue disminuyendo desde principios de 2003, evidenciando una progresiva normalización del mercado de cambios.

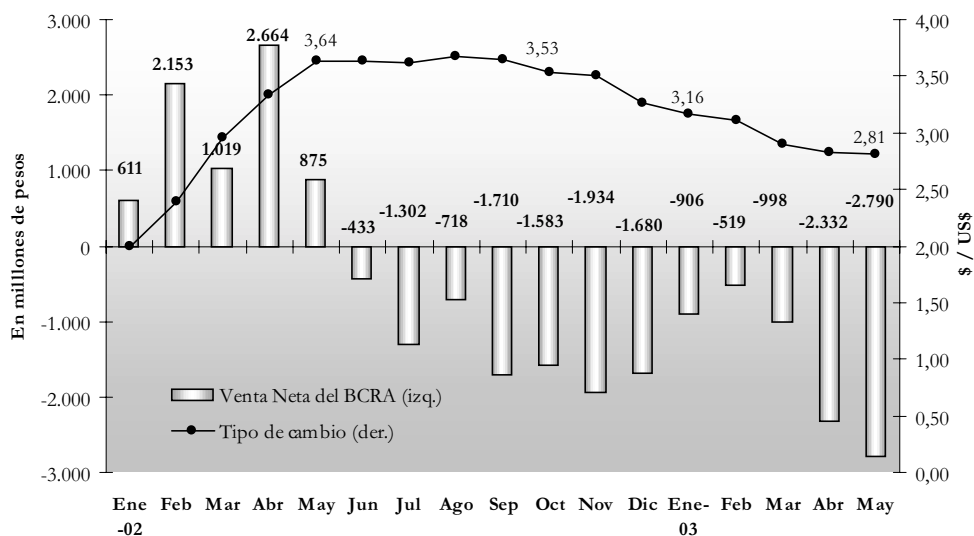
### Evolución reciente

La evolución más reciente muestra, en abril, una expansión de la base monetaria amplia de \$ 808 millones, la cual, en el contexto de baja inflación mensual, implica una demanda "genuina" de pesos por parte de los agentes económicos. Aunque las fuentes de creación de la base monetaria continuaron siendo las mismas que en los meses anteriores, se comenzó a registrar una reversión en la tendencia del principal factor de expansión, las

<sup>3</sup> Esta disminución del stock de cuasimonedas fue la consecuencia del retiro de circulación de bonos de la provincia de Córdoba (LECOR). Se trató de una reducción directa en el stock de bonos provinciales y no implicó un aumento en el stock de pesos. Por lo tanto, no estuvo vinculada al plan de rescate anunciado en marzo a través del Programa de Unificación Monetaria. En este programa (Decreto N° 743/03) se contempla la emisión de títulos públicos contra los que se emitirán pesos que rescatarán las cuasimonedas; los fondos de la Coparticipación Federal se aplicarán al repago de los bonos nacionales.

<sup>4</sup> Si se considera la evolución en términos reales, la base monetaria amplia sólo se incrementó 0,4% en marzo y 1,2% desde fines de 2002.

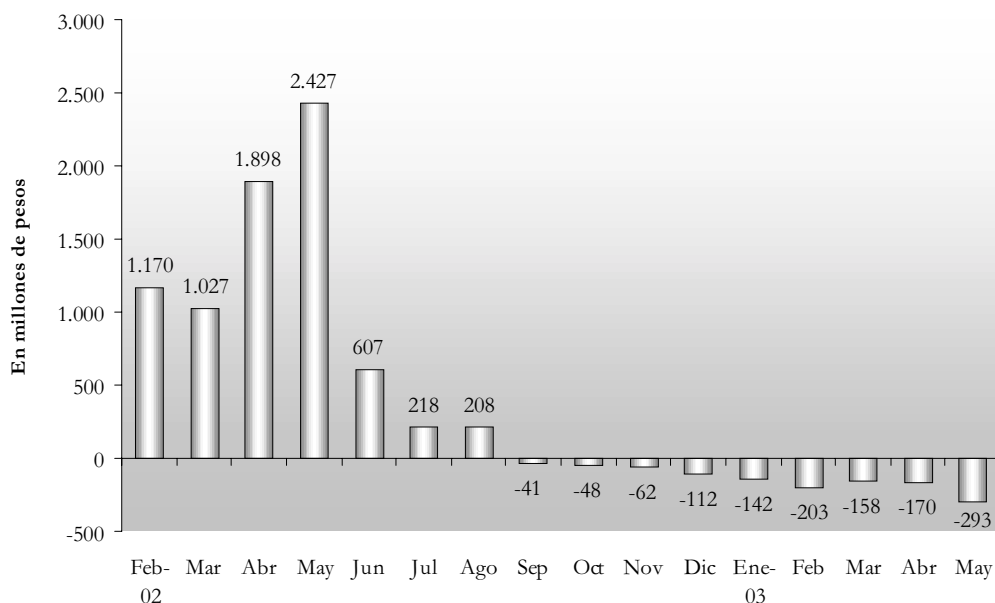
**GRAFICO 8.1**  
Intervención cambiaria del BCRA y tipo de cambio con el dólar USA



compras de divisas al sector privado. En efecto, en un contexto de apreciación del peso, aumentó la intervención del BCRA en el mercado de cambios, lo que implicó una inyección de pesos en el mes de aproximadamente \$ 1.000 millones (equivalente al doble del volumen de operaciones realizadas en marzo).

En mayo el BCRA continuó con una fuerte intervención en el mercado de cambios en virtud de los síntomas de deflación observados en la economía y con el propósito de evitar una mayor apreciación del peso. De esta forma, el principal factor que explicó el aumento de la base monetaria amplia en mayo

**GRAFICO 8.2**  
Asistencia del BCRA al Sistema Financiero  
En millones de pesos



fue el sector externo privado: las operaciones de compraventa de divisas del BCRA con el sector privado implicaron una expansión de base de \$ 2.332 millones, más del 50% de lo intervenido en los dos meses anteriores tomados en conjunto. En tanto, el efecto monetario del sector público fue muy reducido, mientras que el de la colocación de LEBACs y la cancelación de redescuentos por parte de las entidades financieras fue ligeramente contractivo.

Neto del rescate de cuasimonedas, el incremento de la base monetaria amplia en mayo alcanzó a \$ 1.702 millones. Una parte principal de tal incremento lo constituye el aumento de la liquidez bancaria, vinculada fundamentalmente al crecimiento de los depósitos del sector público resultante de la recaudación récord del Tesoro Nacional. El rescate de cuasimonedas iniciado a fines de mayo alcanzó a \$ 972 millones, e implicó un aumento del circulante en pesos con un cambio en la composición de la base<sup>5</sup>. Es importante destacar que se ha registrado una sustitución de cuasidinero de circulación limitada por dinero de circulación nacional. La expansión de base monetaria amplia basada en la monetización del superávit de cuenta corriente generó en el mes un aumento de U\$S 403 millones en las reservas internacionales del BCRA, las que alcanzaron a U\$S 11.374 millones a fines de mayo de 2003.

### Seguimiento de las metas monetarias

En enero de 2003 se concretó un acuerdo con el FMI por el cual se evitó entrar en la situación de incumplimiento (default) de la deuda con los organismos internacionales, y se consiguió

destrabar los préstamos del Banco Mundial condicionados al cumplimiento de tales obligaciones.

El acuerdo establece el otorgamiento de un crédito "stand by" para cubrir las obligaciones con el organismo internacional (incluidos los intereses) hasta agosto de 2003, y refinanciar aquellas obligaciones cuyos pagos estaban programados pero no eran exigibles. Por este acuerdo el gobierno argentino se compromete a cumplir con una serie de metas de naturaleza tanto fiscal como monetaria. Con respecto a estas últimas el BCRA se compromete a alcanzar un conjunto de metas de periodicidad bimestral fijadas por mutuo acuerdo a partir del 7 de enero de 2003. Las metas son tres, dos de ellas exigibles y una indicativa. 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)<sup>6</sup>. En tanto, la indicativa se refiere a un nivel máximo de base monetaria amplia (definida como circulación monetaria, cuenta corriente de las entidades financieras en el BCRA y el stock de cuasimonedas).

En el Cuadro 8.2 se presenta el grado de cumplimiento de las metas monetarias hasta mayo<sup>7</sup>. Se puede observar que las metas exigibles se han sobrecumplido ampliamente en todo este período y que tal sobrecumplimiento ha crecido a lo largo de los meses. En el caso de los activos internos netos, el creciente cumplimiento de la meta pone en evidencia que la base monetaria se expande contra el aumento de reservas; es decir, que la emisión monetaria se realiza con total "respaldo" de divisas.

La meta indicativa de base monetaria amplia no se cumple desde marzo. Los desvíos registrados deben interpretarse a la luz de

<sup>5</sup> Debe notarse que no toda la disminución del stock de cuasimonedas se convierte en circulación monetaria, ya que una parte se puede mantener en cuentas en pesos en el sistema bancario.

<sup>6</sup> Las RIN se miden en dólares y se definen como reservas internacionales brutas del BCRA menos los pasivos que el BCRA mantiene con el FMI; la meta se ajusta por el flujo neto de divisas con organismos internacionales. Los AIN se definen como base monetaria amplia menos las RIN. La cifra relevante para el cumplimiento de las metas es el promedio simple de los 10 días hábiles anteriores y posteriores a la fecha de medición (habitualmente, el último día del mes).

<sup>7</sup> Si bien las metas se han fijado bimestrales, el BCRA evalúa su desempeño con respecto a las mismas en forma mensual para fijar un marco más exigente para la ejecución y el control de la política monetaria.



CUADRO 8.2

Seguimiento de las Metas Monetarias acordadas con el FMI

Desvío entre los resultados observado y los acordados (\*)

En millones de pesos (AIN y BM) y millones de dólares (RIN)

	Año 2003				
	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo
Activos Internos Netos (AIN)	-4.271	-5.502	-5.519	-5.631	-7.679
Reservas Internacionales Netas (RIN)	996	1.320	1.522	2.007	2.961
Base Monetaria amplia (indicativa)	-437	-421	341	2.098	3.722

(\*) En AIN y Base Monetaria amplia el signo negativo indica sobrecumplimiento y en RIN, el signo positivo indica sobrecumplimiento.

Fuente: BCRA.

la evolución de la situación macroeconómica. El mayor nivel de actividad, la menor tasa de inflación, la normalización gradual del sistema financiero y del mercado de cambios y de capitales justifican un crecimiento de la base monetaria amplia por encima de lo inicialmente acordado<sup>8</sup>.

### Agregados monetarios

En el Cuadro 8.3 se presenta la evolución de los agregados

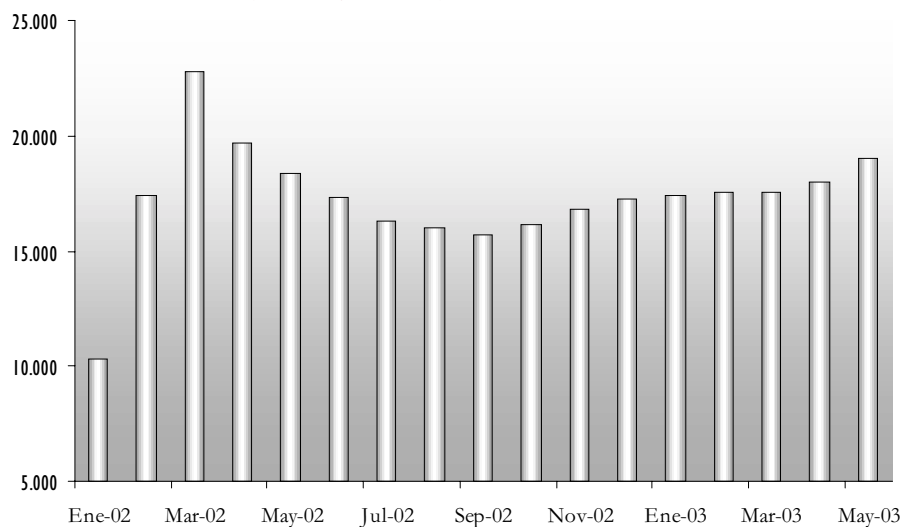
monetarios, la cual evidencia desde comienzos de 2003 condiciones monetarias más normales que en 2002.

Entre enero y mayo de 2003 se registró una significativa recuperación de billetes y monedas (11,2%), la cual, junto al leve aumento de las cuentas corrientes en pesos (1,4%), arrojó un valor del agregado monetario M1 que resultó 5,8% superior al de fines de diciembre de 2002<sup>9</sup>. También evolucionaron positivamente las cajas de ahorro y, en particular, los depósitos a

#### GRAFICO 8.3

#### Evolución del agregado M3 en términos reales

En millones de pesos, deflactado por IPC



<sup>8</sup> La meta indicativa acordada en enero con el FMI era contractiva en términos reales. Con estabilidad de precios, debe ser modificada para permitir una mayor expansión en el contexto de una demanda genuina de dinero por parte de los agentes económicos.

<sup>9</sup> En las cuentas corrientes en pesos se observaron varios meses de caída, lo que es normal si se tiene en cuenta la estacionalidad de la serie. Estas caídas estacionales deberían haber sido acompañadas de caídas en billetes y monedas, pero ello no ha sucedido debido, probablemente, a que una parte importante de billetes y monedas podría estar cumpliendo las funciones que normalmente tienen los depósitos a la vista.

CUADRO 8.3  
Agregados Bimonetarios (a)  
Saldo a fin de período, en millones de pesos (\*)

	Bill. y monedas en pesos (1)	Ctas. ctes. en pesos (2)	MI (3)=(1)+(2)	Ctas. ctes. en dólares (4)	MI* (5)=(3)+(4)	Cajas de ahorro en pesos (6)	Plazo fijo en pesos (7)
		(b)					
Enero 01	11.563	11.413	22.976	1.865	24.841	8.251	12.727
Febrero	11.379	12.189	23.568	1.973	25.541	8.169	12.807
Marzo	11.334	9.681	21.015	1.675	22.690	7.362	11.928
Abril	11.033	11.608	22.641	2.375	25.016	6.755	11.075
Mayo	10.792	11.308	22.101	1.985	24.086	6.739	11.196
Junio	10.903	10.701	21.603	1.985	23.588	7.081	11.054
Julio	10.283	9.932	20.215	2.305	22.519	6.181	9.815
Agosto	9.386	9.077	18.462	1.906	20.368	5.693	9.411
Septiembre	9.124	9.436	18.560	1.863	20.423	5.488	9.370
Octubre	8.520	8.681	17.200	2.088	19.288	4.999	8.604
Noviembre	8.526	7.869	16.396	2.304	18.699	4.799	7.652
Diciembre	9.048	9.790	18.838	6.482	25.320	4.729	4.348
Enero 02	9.352	12.124	21.476	17.290	--	8.790	2.761
Febrero	9.290	14.496	23.786	9.198	--	17.298	16.399
Marzo	12.200	13.415	25.615	2.035	--	15.067	37.629
Abril	13.157	14.325	27.482	1.074	--	13.292	33.819
Mayo	13.401	14.237	27.638	429	--	11.540	33.193
Junio	13.033	14.404	27.437	366	--	10.652	32.538
Julio	13.448	19.067	32.515	386	--	10.234	26.633
Agosto	13.266	19.046	32.312	407	--	9.820	27.686
Septiembre	12.897	18.968	31.865	424	--	9.580	27.913
Octubre	13.060	18.458	31.518	411	--	9.512	29.820
Noviembre	13.812	20.031	33.843	401	--	9.634	30.814
Diciembre	16.378	19.855	36.233	380	--	9.156	30.757
Enero 03 (c)	16.292	18.955	35.247	377	36.446	9.404	32.871
Febrero	16.537	19.025	35.562	413	36.884	9.148	34.036
Marzo	17.029	18.429	35.458	459	36.775	8.842	35.177
Abril	17.408	18.320	35.728	429	36.951	8.977	36.672
Mayo	18.213	20.139	38.352	436	39.600	9.633	37.678

(a) Incluye depósitos de no residentes.

(b) Netos de la utilización del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales.

(c) A partir de enero de 2003 el BCRA vuelve a publicar en moneda común (pesos) los totales bimonetarios; para ello suma, al monto en pesos, el monto en dólares convertido al tipo de cambio de referencia, el cual figura en el Cuadro A8.5 del Apéndice Estadístico, en la última columna.

(\*) Cifras provisionarias

Fuente: Elaborado sobre la base de datos suministrados por el BCRA.

plazo fijo en pesos, que crecieron 22,5%, alcanzando a \$ 37.678 millones a fines de mayo de 2003.

En consecuencia, durante el corriente año el agregado monetario M3 se ha recuperado hasta alcanzar a \$ 85.663 millones a

fines de mayo. En el Gráfico 8.3 se presenta la evolución de M3 expresado en términos reales<sup>10</sup>. Dada la evolución de los precios minoristas, el crecimiento “real” de M3 con respecto a diciembre de 2002 alcanzó al 10%.

El comportamiento de los depósitos privados de efectivo<sup>11</sup> en

<sup>10</sup> Se define M3 como la suma de billetes y monedas, cuentas corrientes en pesos, cajas de ahorro en pesos y plazo fijo en pesos. Para expresar el agregado monetario (medido a fin de período) en términos reales se ha utilizado el índice de precios al consumidor.

<sup>11</sup> Es decir, sin incluir otras obligaciones por intermediación financiera (préstamos o financiaciones recibidas, obligaciones negociables, etc.).

CUADRO 8.3 (Cont.)

Agregados Bimonetarios (1)

Saldos a fin de período, en millones de pesos (\*)

	M3 (8)=(3)+(6)+(7)	Cajas de ahorro en dólares (9)	Plazo fijo en dólares (10)	M3* (11)=(4)+(8)+ +(9)+(10)	en pesos (12)=(2)+ +(6)+(7)	Depósitos en dólares (13)=(4)+ (9)+(10)	Totales (14)= (12)+(13)
Enero 01	43.954	5.408	45.435	96.662	32.391	52.708	85.100
Febrero	44.544	5.614	44.843	96.973	33.164	52.430	85.594
Marzo	40.305	6.031	43.534	91.545	28.971	51.240	80.211
Abril	40.472	5.405	43.096	91.347	29.438	50.876	80.314
Mayo	40.035	5.560	44.254	91.834	29.243	51.799	81.042
Junio	39.738	5.991	44.635	92.349	28.835	52.612	81.447
Julio	36.211	5.889	41.280	85.685	25.928	49.474	75.401
Agosto	33.566	6.427	40.245	82.143	24.180	48.578	72.758
Septiembre	33.419	6.658	41.607	83.547	24.295	50.128	74.423
Octubre	30.804	6.185	41.445	80.521	22.284	49.718	72.001
Noviembre	28.847	5.949	38.545	75.644	20.320	46.797	67.118
Diciembre	27.915	14.081	26.171	74.649	18.867	46.734	65.601
Enero 02	33.027	11.951	10.228	--	23.675	39.469	---
Febrero	57.483	4.787	4.121	--	48.193	18.106	---
Marzo	78.311	741	872	--	66.111	3.648	---
Abril	74.593	382	458	--	61.436	1.914	---
Mayo	72.371	46	370	--	58.970	845	---
Junio	70.627	20	316	--	57.594	702	---
Julio	69.382	24	299	--	55.934	709	---
Agosto	69.818	27	323	--	56.552	757	---
Septiembre	69.358	28	352	--	56.461	804	---
Octubre	70.850	33	348	--	57.790	792	---
Noviembre	74.291	45	396	--	60.479	842	---
Diciembre	76.146	53	415	--	59.768	848	---
Enero 03 (3)	77.522	70	457	80.397	61.230	904	64.105
Febrero	78.746	82	466	81.823	62.209	961	65.286
Marzo	79.477	109	456	82.416	62.448	1.024	65.387
Abril	81.377	155	489	84.435	63.969	1.073	67.027
Mayo	85.663	213	584	89.193	67.450	1.233	70.980

(1) Incluye depósitos de no residentes.

(2) Netos de la utilización del Fondo Unificado de Cuentas Oficiales.

(3) A partir de enero de 2003 el BCRA vuelve a publicar en moneda común (pesos) los totales bimonetarios; para ello suma, al monto en pesos, el monto en dólares convertido al tipo de cambio de referencia, el cual figura en el Cuadro A8.5 del Apéndice Estadístico, en la última columna.

(\*) Cifras provisionarias

Fuente: Elaborado sobre la base de datos suministrados por el BCRA.

pesos ha sido muy positivo. En los primeros cinco meses de 2003 han crecido 7,7% (equivalente a \$ 4.462 millones) alcanzando a fines de mayo de 2003 a \$ 62.456 millones. Si se compara con el mes de julio de 2002, el crecimiento alcanza a 14% (\$ 7.652 millones).

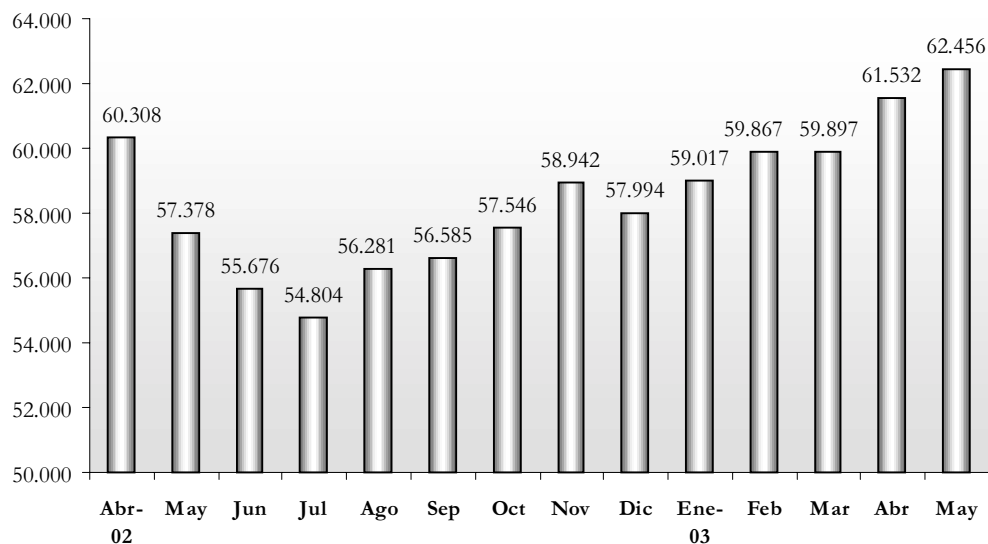
Debe notarse que la relativa “normalización” de los agregados monetarios cobra mayor relevancia en el marco del levantamiento

progresivo de las restricciones financieras conocidas como “corralón”<sup>12</sup>. A fines de enero algunas entidades decidieron ofrecer la devolución anticipada de depósitos reprogramados, oferta que, si bien se ha ampliado en febrero, ha tendido a desaparecer ya en marzo. Estas ofertas y el grado de aceptación por parte de los ahorristas se ha visto reflejado en la evolución mensual de los depósitos privados a plazo fijo, los cuales registraron un crecimiento que se ha desacelerado en marzo<sup>13</sup>.

12 Ver ediciones anteriores del Informe Económico.

13 Se ha estimado en 24% la aceptación por parte de los ahorristas de las ofertas de devolución realizadas (que eran equivalentes a 6% de CEDRO).

**GRAFICO 8.4**  
**Depósitos privados en pesos**  
*En millones de pesos*



El Decreto 739/2003 dispuso en abril que los titulares de depósitos reprogramados tengan la opción de solicitar su devolución total o parcial inmediata, mediante la entrega conjunta del importe original ajustado por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) hasta la fecha de acreditación de los fondos a cargo de la entidad financiera correspondiente, y de Bonos Boden 2013 en dólares, a cargo del Estado Nacional, por la diferencia entre el monto ajustado al 1° de abril de 2003 y la cotización del dólar libre a esa fecha, que resultó ser de \$ 2,9792. Los titulares de depósitos superiores a \$ 42.000 y hasta \$ 100.000 podían hacer lo propio, pero adicionalmente a los Boden 2013, la parte correspondiente a pesos más CER les era entregada en un plazo fijo a 90 días con capital ajustable por CER y un interés del 2% anual. Para los depósitos superiores a \$ 100.000 la parte de pesos más CER se entregaba en un nuevo plazo fijo con las mismas condiciones que en el caso anterior pero a un plazo de 120 días. Los plazos fijos original-

mente en pesos quedan totalmente liberados, si bien en este caso no les corresponde la compensación con bonos.

A pesar de las atractivas condiciones ofrecidas la adhesión por parte de los ahorristas al levantamiento del “corralón” fue menor a la esperada<sup>14</sup>. A fines de mayo, concluida ya la liberación de las restricciones financieras, la desprogramación alcanzó al 51% de CEDRO privados. No obstante, el resultado es positivo en la medida en que sólo restan \$ 8.000 millones (CER incluido) de depósitos reprogramados, y que se registró un elevado grado de reinversión de los fondos liberados. Dentro del tramo de colocaciones de hasta \$ 42.000, el 93% de los fondos liberados se convirtió en depósitos a plazo fijo.

## Préstamos

La evolución de los préstamos de las entidades financieras ha

<sup>14</sup> Alcanzó al 42% del stock de CEDRO privado existente al 7 de abril (día previo al comienzo de la desprogramación).

CUADRO 8.4  
Préstamos de las entidades financieras (1)  
Fin de período. En millones de pesos

Fin de	Al Sector Público			Al Sector privado no financiero			TOTAL
	En pesos	En moneda extranjera	Total	En pesos	En moneda extranjera	Total	
	(1)	(2)	(3)=(1)+(2)	(4)	(5)	(6)=(4)+(5)	
Enero 01	664	14.232	14.896	22.876	38.284	61.160	76.056
Febrero	642	14.257	14.899	22.836	38.215	61.050	75.949
Marzo	776	13.993	14.769	21.176	37.086	58.262	73.031
Abril	823	14.123	14.946	21.125	36.850	57.975	72.921
Mayo	764	14.208	14.971	20.731	36.594	57.325	72.297
Junio	818	13.846	14.664	20.794	36.562	57.357	72.020
Julio	783	14.009	14.793	19.681	35.942	55.623	70.416
Agosto	769	13.906	14.676	18.942	35.232	54.174	68.850
Septiembre	781	13.792	14.572	18.643	35.051	53.695	68.267
Octubre	894	13.775	14.669	18.135	34.584	52.720	67.389
Noviembre	1.278	19.929	21.208	17.233	34.013	51.246	72.454
Diciembre	1.006	20.837	21.843	14.046	36.116	50.161	72.004
Enero 02	2.004	19.970	--	25.776	22.840	--	--
Febrero	2.064	19.680	--	28.996	18.160	--	--
Marzo	10.437	14.022	--	35.822	10.297	--	--
Abril	19.858	7.581	--	37.872	6.259	--	--
Mayo	20.385	7.153	--	35.852	4.283	--	--
Junio	22.150	6.789	--	34.520	3.839	--	--
Julio	27.621	2.959	--	33.218	3.267	--	--
Agosto	30.473	651	--	32.117	3.346	--	--
Septiembre	30.860	265	--	30.481	3.014	--	--
Octubre	30.825	258	--	29.847	2.944	--	--
Noviembre	30.662	263	--	29.555	2.913	--	--
Diciembre	29.886	263	--	28.475	2.875	--	--
Enero 03 (2)	31.243	74	31.317	29.715	1.418	34.309	65.626
Febrero	31.265	84	31.349	28.759	1.366	33.132	64.481
Marzo	31.702	37	31.739	27.927	1.364	31.842	63.581
Abril	31.786	35	31.821	27.739	1.406	31.746	63.567
Mayo	31.672	34	31.706	27.273	1.372	31.201	62.907

(1) Las cifras no incluyen títulos públicos, valores privados ni recursos devengados, ni fideicomisos financieros de bancos reestructurados.

(2) A partir de enero de 2003 el BCRA vuelve a publicar en moneda común (pesos) los totales bimonetarios; para ello suma, al monto en pesos, el monto en dólares convertido al tipo de cambio de referencia, el cual figura en el Cuadro A8.5 del Apéndice Estadístico, en la última columna.

(\*) Cifras provisionarias

Fuente: Elaborado sobre la base de datos suministrados por el BCRA.

continuado mostrando la tendencia decreciente ya observada durante 2002 (Cuadro 8.4). A fines de marzo de 2003 los préstamos en pesos al sector privado no financiero alcanzaron a \$ 27.927 millones, con una caída interanual de 22% y, de sólo 1,9% con respecto a diciembre de 2002. Debe notarse que la caída mensual se ha ido desacelerando a lo largo del trimestre.

En efecto, en febrero los préstamos en pesos al sector privado no financiero se redujeron 3,2% (-\$ 956 millones) y en marzo lo hicieron en 2,9% (-\$ 832 millones). Esta depresión del mercado crediticio debe interpretarse en el marco de una escasa demanda de créditos y de una falta de oferta de préstamos por parte de las entidades financieras. Los bajos niveles de cancela-

ciones netas deben vincularse con la no existencia de nuevos préstamos.

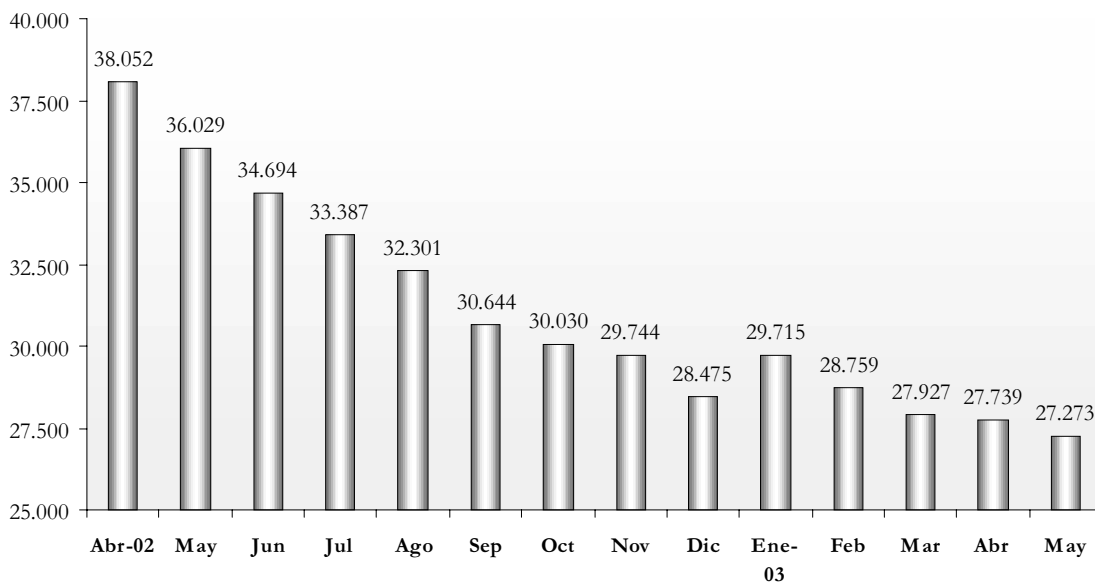
En abril de 2003 la evolución del crédito ha sido relativamente favorable. Los préstamos en pesos al sector privado no financiero sólo disminuyeron 0,7% (-\$ 188 millones) y, por primera vez desde mediados de julio de 2002, se registró un aumento en los créditos comerciales y una recuperación en las financiaciones con tarjetas de crédito. En tanto, en mayo se registró una caída mensual de 1,7%, disminuyendo tanto las líneas comerciales como las de consumo, si bien su ritmo de caída se ha estabilizado. De tal forma, a fines de mayo del corriente año los préstamos al sector privado no financiero en pesos alcanzaron a \$ 27.273 millones, es decir 4,2% (-\$ 1.202 millones) por debajo del nivel de fines de 2002.

El nivel de tasas de interés es uno de los factores importantes en la falta de reactivación del mercado del crédito. Si se compara con los niveles anteriores a la crisis que comenzó a fines de 2001, las tasas activas reales se encuentran en niveles elevados.

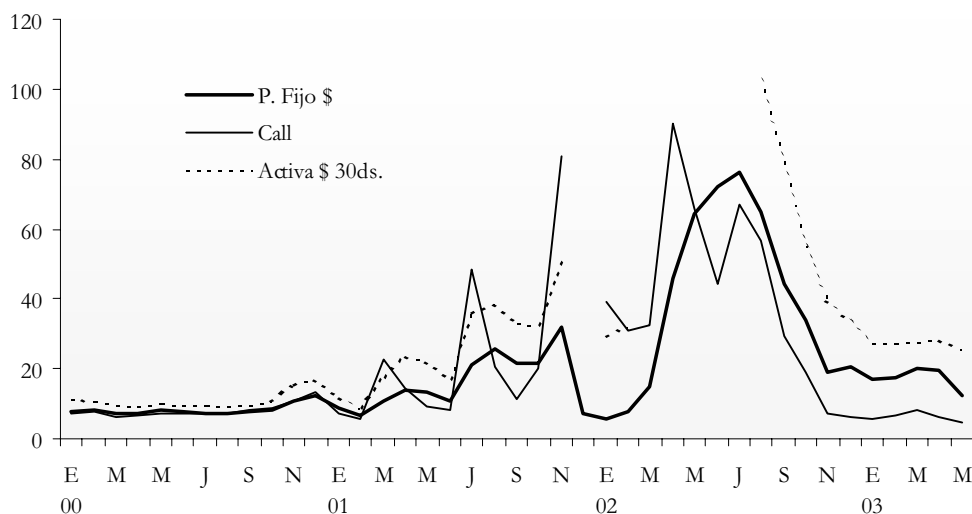
## Tasas de interés

A comienzos de 2003 se observó en las tasas nominales de interés una leve disminución que se detuvo en febrero, cuando se observó un pequeño incremento reflejado también en las tasas reales (Cuadro 8.5). Este repunte en las tasas de interés se registró a partir de la segunda quincena de febrero, debido, por un lado, a la ya comentada devolución anticipada de CEDRO y, por otro, a las expectativas del mercado sobre las necesidades de esterilización del BCRA. En efecto, las entidades que anunciaron la devolución de los depósitos elevaron la tasa ofrecida a modo de incentivo para que sus clientes mantuvieran o incrementaran sus depósitos, y también para captar más fondos y poder cumplir con la oferta de devolución de CEDRO (el resto de las entidades debió también elevar las tasas pasivas para no perder participación en el mercado). Por otro lado, a partir del seguimiento de las metas monetarias el mercado interpretó que el BCRA necesitaría una importante esterilización, y que para ello elevaría las tasas de corte de las LEBAC. Esto no sucedió, y el anuncio del sobrecumplimiento de las metas monetarias favoreció la disminución de las tasas.

**GRAFICO 8.5**  
Préstamos en pesos al sector privado no financiero  
*En millones de pesos*



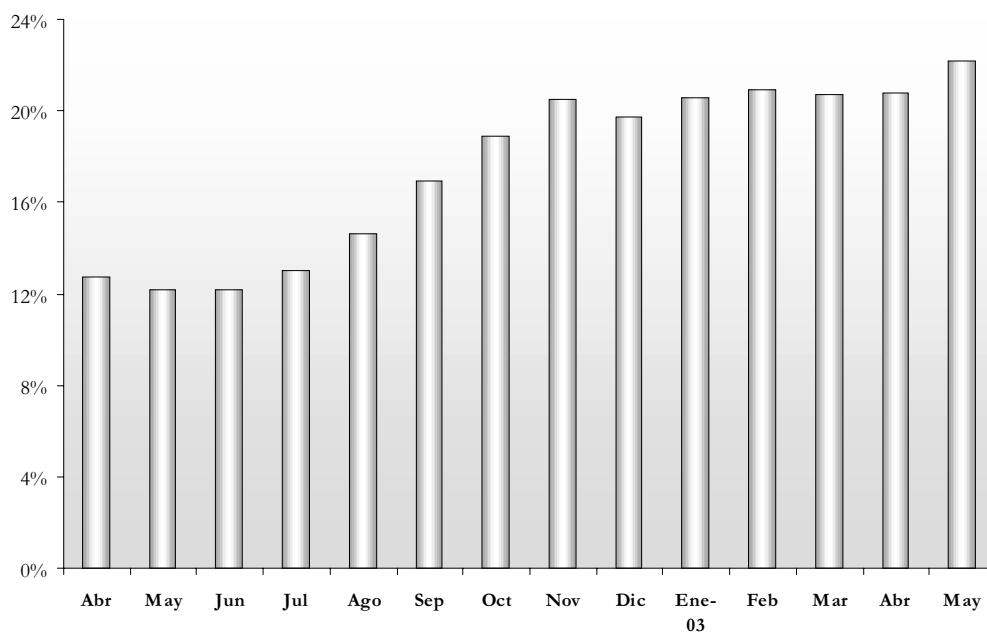
**GRAFICO 8.6**  
**Tasas de interés**  
*Nominal Anual - En %*



A mediados de marzo se produjo un nuevo incremento en las tasas de interés en respuesta a condiciones monetarias más restrictivas, a retiros de depósitos por recursos de amparo, a la no descartada posibilidad de “redolarización” de los depósitos y a las expectativas sobre la implicancia del levantamiento total de las restricciones financieras en cuanto a la necesidad de liquidez

adicional por parte de las entidades. Sin embargo, ya a mediados de abril se revirtió esta tendencia porque las condiciones monetarias evolucionaron en forma más favorable que lo esperado. En consecuencia, las tasas de interés decrecieron desde abril tanto en términos nominales como reales, evolución que se profundizó en mayo.

**GRAFICO 8.7**  
**Liquidez bancaria**  
*Reservas de los bancos como porcentaje de los depósitos totales*





**CUADRO 8.5**  
**Principales Tasas de Interés Internas**  
*Nominales anuales y efectivas mensuales (\*)*

	Depósitos en pesos			Activa	Call
	En Caja	A Plazo Fijo		Pesos	Hasta
	de Ahorros	30 a 59 d.	60 d.o más	30 ds.	15 d.
	<b>TASAS PROMEDIOS MENSUALES - EN % NOMINAL ANUAL</b>				
Ene-02	1,6	5,5	5,9	29,5	39,0
Feb-02	1,4	7,8	10,4	31,9	30,7
Mar-02	1,9	15,0	12,7	-	32,5
Abr-02	4,4	45,9	34,7	-	90,2
May-02	9,6	64,5	60,0	-	66,0
Jun-02	11,0	71,9	57,4	-	44,5
Jul-02	14,9	76,5	60,5	-	66,9
Ago-02	14,0	65,0	60,9	102,4	56,6
Sep-02	7,7	44,5	55,5	78,8	29,3
Oct-02	4,8	34,1	46,0	55,2	19,0
Nov-02	2,8	19,0	27,8	39,4	7,0
Dic-02	2,2	20,7	28,8	33,5	6,1
Ene-03	1,9	17,0	23,2	27,5	5,5
Feb-03	1,9	17,6	24,7	27,4	6,6
Mar-03	1,8	20,3	25,5	27,8	8,3
Abr-03	1,8	19,4	23,2	28,1	6,3
May-03	1,7	12,4	17,1	25,5	4,4
	<b>TASAS DE INTERES REALES - EN % EFECTIVO MENSUAL (*)</b>				
Ene-02	-0,2	0,1	0,1	2,0	2,8
Feb-02	-0,4	0,0	0,3	1,9	1,8
Mar-02	-0,5	0,5	0,3	----	1,8
Abr-02	-0,8	2,2	1,4	----	5,4
May-02	0,1	4,3	4,0	----	4,5
Jun-02	0,4	5,2	4,0	----	3,0
Jul-02	0,9	5,8	4,5	----	5,0
Ago-02	0,8	5,0	4,9	7,9	4,1
Sep-02	0,5	3,5	4,4	6,3	2,2
Oct-02	0,4	2,8	3,8	4,6	1,5
Nov-02	0,3	1,6	2,4	3,4	0,6
Dic-02	0,2	1,7	2,4	2,8	0,5
Ene-03	0,1	1,3	1,8	2,2	0,4
Feb-03	0,1	1,4	2,0	2,2	0,5
Mar-03	0,2	1,7	2,1	2,3	0,7
Abr-03	0,2	1,7	2,0	2,4	0,6
May-03	0,2	1,1	1,5	2,2	0,4

(\*) Deflactadas por el Índice de Precios Combinado.

Fuente: Elaborado sobre los datos del BCRA.

Como ya se ha comentado, en el mes de abril de 2003 comenzó la cancelación voluntaria de depósitos reprogramados. Previendo el impacto sobre el nivel de liquidez del sistema financiero y para evitar un aumento en las tasas de interés o del crédito interno a través de redescuentos, el BCRA flexibilizó las exigencias de encaje. Si bien el grado de impacto sobre la liquidez del sistema dependía del nivel de aceptación de la propuesta realizada por las entidades, de la magnitud de la reinversión de los

fondos y del destino de los mismos (colocaciones a plazo, etc.), se dispuso la determinación de una posición conjunta abril-mayo (tanto para el régimen de efectivo mínimo como para la aplicación mínima de recursos) y se redujeron los encajes<sup>15</sup>. La respuesta de los ahorristas a la operación de CEDRO, la reinversión de los fondos en el sistema y la flexibilización adoptada arrojaron, finalmente, un alto grado de sobreintegración. La liquidez del sistema continuó como en los primeros meses del año (Gráfico 8.7).

CUADRO 8.6

Principales medidas adoptadas por el Banco Central (Marzo de 2003 a Mayo de 2003)

03-Mar-03	Com "A" 3.885	Pago anticipado de importaciones
07-Mar-03	Com "A" 3.889	Posición global neta de moneda extranjera. Límites de exposición.
07-Mar-03	Com "A" 3.891	Mercado Unico y libre de cambios.
10-Mar-03	Com "A" 3.892	Asistencia financiera del Banco Central por iliquidez. Condiciones y procedimiento para nuevas operaciones.
13-Mar-03	Com "A" 3.893	Mercado Unico y libre de cambios. Deudas con el exterior por operaciones de futuros de tipos de cambio.
13-Mar-03	Com "A" 3.894	Mercado Unico y libre de cambios. Compras de cambio por inversiones de portfolio, inversiones directas y otros conceptos.
13-Mar-03	Com "A" 3.896	Pago de deudas de importaciones.
14-Mar-03	Com "A" 3.898	Res. ME N°146/03. Canje II de los depósitos en el sistema financiero. Extensión de plazos.
14-Mar-03	Com "A" 3.899	Reglamentación de la cuenta corriente bancaria. Adecuación.
19-Mar-03	Com "A" 3.901	Asistencia financiera del Banco Central por iliquidez. Condiciones y procedimiento para nuevas operaciones.
21-Mar-03	Com "A" 3.905	Efectivo mínimo. Aplicación mínima de recursos. Modificaciones.
27-Mar-03	Com "A" 3.908 y 3.909	Mercado único y libre de cambios.
28-Mar-03	Com "A" 3.911	Préstamos garantizados Dec. 1.387/01, títulos públicos sin cotización, pagarés Dec. 1.579/02 y otros préstamos al sector público no financiero. Valuación. Fraccionamiento del riesgo crediticio. Límites.
28-Mar-03	Com "A" 3.912	Com. "A" 3.822. Canje de depósitos por bonos. Modificaciones.
28-Mar-03	Com "A" 3.914	Descuento de Crédito de Exportación.
03-Abr-03	Com "A" 3.915	Crecimiento admitido de financiaciones para entidades que hacen uso de asistencia financiera del BCRA. Modificaciones.
03-Abr-03	Com "A" 3.917	Efectivo mínimo. Aplicación mínima de recursos. Posición bimestral abril/mayo 2003.
04-Abr-03	Com "A" 3.918	Normas sobre "clasificación de deudores", "previsiones mínimas por riesgo de incobrabilidad", etc. Modificaciones.
15-Abr-03	Com "A" 3.925	Capitales mínimos de las entidades financieras, efectivo mínimo y aplicación mínima de recursos. Modificación.
15-Abr-03	Com "A" 3.926	Régimen de reprogramación de depósitos. Actualización.
16-Abr-03	Com "A" 3.930	Prevención del lavado de dinero y otras actividades ilícitas.
24-Abr-03	Com "A" 3.933	Res. ME. N° 290/03. Modificación de la extensión de los plazos para el Canje II de depósitos. Liberación de depósitos reprogramados. Plazos para ejercer opciones para cancelación.
30-Abr-03	Com "A" 3.940	Mercado único y libre de cambios.
30-Abr-03	Com "A" 3.941	Reglamentación del capítulo II del Decreto N° 739/03.
06-May-03	Com "A" 3.944	Mercado Unico y libre de cambios.
07-May-03	Com "A" 3.945	Programa de Unificación Monetaria. Procedimiento operativo (art. 5° del Decreto 743/03).
21-May-03	Com "A" 3.951	Programa de Unificación Monetaria. Procedimiento operativo (art. 5° del Decreto 743/03). Modificaciones.
23-May-03	Com "A" 3.954	Relación para activos inmovilizados y otros conceptos. Recursos propios líquidos. Modificaciones. Exposición contable de los efectos generados por medidas judiciales.
23-May-03	Com "A" 3.955	Normas sobre Clasificación de deudores y previsiones mínimas por riesgo de incobrabilidad. Modificaciones.