

MINISTERIO DE ECONOMIA Y PRODUCCION



INFORME ECONOMICO

*Año 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. Agr. 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. Sebastián Katz*

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 2003 y Evolución Reciente

La evolución de la economía argentina durante 2003 reflejó avances considerables que permitieron superar la inestabilidad macroeconómica asociada con la crisis económica y financiera del año 2001-2002, una de las más severas de la historia.

La implementación del programa económico diseñado en el segundo trimestre de 2002 fue sentando las bases para una mayor confianza, una incipiente recuperación de la producción y el fortalecimiento de las variables financieras. El afianzamiento de estas condiciones posibilitó la implementación de importantes medidas, tales como el levantamiento de las restricciones que pesaban sobre los depósitos bancarios, la flexibilización de los controles cambiarios y el inicio de la reunificación monetaria mediante el rescate de las cuasimonedas. La normalización de la institucionalidad política de la Nación, luego de las elecciones nacionales que en abril de 2003 consagraron un nuevo Presidente electo por sufragio popular, ha constituido un ingrediente fortificador de las tendencias económicas que se venían registrando al otorgar continuidad al programa económico en aplicación.

Queda sin embargo por delante el desafío de afianzar los logros y consolidar los objetivos económicos y sociales establecidos por el Gobierno: crecimiento sostenido, generación de empleo y reducción de la pobreza y de la inequidad. En este marco, el Gobierno se propone apoyar el potencial de crecimiento de la economía a través de las necesarias inversiones sociales y de infraestructura, a fin de fomentar un crecimiento duradero, equitativo y con un bajo nivel de inflación, reduciendo al mismo

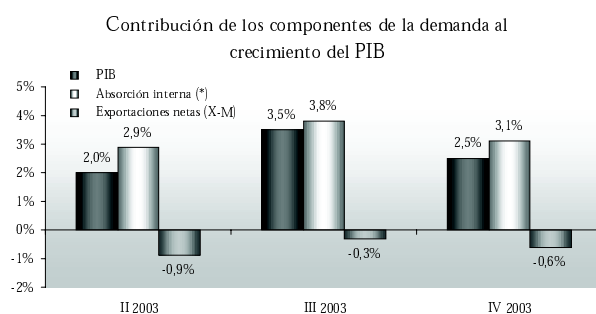
tiempo la vulnerabilidad ante los shocks externos y fortaleciendo las finanzas públicas a los efectos de establecer las condiciones para una reestructuración exitosa de la deuda pública que garantice la sustentabilidad de la misma. Asimismo, se llevarán a cabo todas las medidas necesarias para fortalecer la solidez del sistema bancario a fin de permitir un mayor nivel de crédito para la economía.

La recuperación de la economía en 2003 fue acentuándose en forma pronunciada, particularmente en el último semestre del año. Las cifras de cierre revelan que el año finalizó con una tasa de crecimiento del 8,7% (magnitud que no se veía desde 1997) y una inflación de sólo 3,7% en el caso del IPC. Por primera vez en la última década el superávit primario consolidado superó los 2 puntos del PIB (fue de 2,4% para el Sector Público Nacional), y se mantuvo en niveles muy elevados el superávit en cuenta corriente alcanzado el año anterior. Este desempeño sorprendió a la mayoría de los analistas privados (locales y extranjeros) y en alguna medida superó las expectativas iniciales de las propias autoridades gubernamentales en cuanto a la velocidad con que se verificó la recuperación y se afianzó el contexto de estabilidad macroeconómica.

En cuanto a la evolución de la demanda agregada de bienes y servicios, los mayores crecimientos interanuales durante 2003 provinieron de la inversión bruta fija, 38,1%, y del consumo privado, 8,1%, al tiempo que las exportaciones y el consumo público exhibieron incrementos menores, en torno al 6,4% y 1,5%, respectivamente. Por el lado de la oferta de bienes y

servicios, las mayores tasas de crecimiento se verificaron en el sector de la construcción (34,3%), la industria manufacturera (15,8%) y el rubro de comercio mayorista y minorista y reparaciones (12,3%).

Cabe destacar que durante 2003 la absorción doméstica se consolidó como el motor excluyente de la expansión económica. Incluso con un importante repliegue del consumo del sector público, el empuje del consumo privado y de la inversión permitieron que la contribución de la demanda doméstica al crecimiento del PIB se ubique en torno al 10,2%, la que fue parcialmente compensada por una contribución negativa del sector externo (-1,5%).



(\*) Incluye variación de existencias

La evolución a lo largo del año, como fue dicho, presentó una aceleración: en el cuarto trimestre de 2003 el PIB mostró un incremento interanual del 11,3%, mientras que el de la inversión bruta fija fue de 48,8%. Al considerar los datos corregidos por estacionalidad, se revela que la expansión del PIB ya se extendió a siete trimestres consecutivos, destacándose un desempeño muy parejo a lo largo de todo 2003. La tasa de crecimiento del PIB en el cuarto trimestre de 2003, respecto del trimestre inmediato anterior, muestra una variación de 2,5%, similar al ritmo que experimentó en promedio durante todo el año. En el caso de la Inversión Interna Bruta Fija (IIBF) ocurre lo mismo: las variaciones trimestrales promedio del año (9,9%) fueron similares a las del cuarto trimestre (10,4%).

Del lado de la oferta se observa que, siguiendo las señales emitidas por los nuevos precios relativos, la aceleración del crecimiento está liderada por los sectores productores de bienes. No obstante, aquellos servicios más relacionados con la producción de bienes, como Comercio minorista y mayorista y Transporte, almacenamiento y comunicaciones, también vienen mostrando fuerte dinamismo en los últimos trimestres.

La evolución que presentaron algunos indicadores sectoriales en los meses posteriores da cuenta de una consolidación, para el presente año, de la tendencia positiva que caracterizó al año 2003. El Estimador Mensual de la Industria (EMI) alcanzó durante el primer bimestre de 2004 un crecimiento interanual del 13,2%, medido sobre la serie con estacionalidad, al tiempo que verifica un crecimiento acumulado de 4.4% hasta febrero de 2004 (vs. diciembre 2003), según datos extraídos de la serie desestacionalizada. Por su parte, el Indicador Sintético de Actividad de la Construcción (ISAC) registró en el primer bimestre de 2004 un crecimiento del 30,2%, respecto del mismo período del año previo, al tiempo que acumula hasta febrero un incremento del 7.9% (según datos desestacionalizados).

Todos estos avances logrados en materia de actividad se sucedieron junto con un proceso de sólida estabilidad inflacionaria. En este sentido, la evolución del ritmo inflacionario durante el transcurso de 2003, medido a partir de cualquiera de los índices relevantes, se caracterizó por una desaceleración progresiva del ritmo de crecimiento de los precios, hasta alcanzar cierta estabilización hacia fines de año en bajos niveles. En diciembre de 2003, el Índice de Precios Mayoristas (IPIM) alcanzó una suba de 2,0% de diciembre a diciembre, mientras que la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) se ubicó en un 3,7% para el mismo período considerado.

La evolución más reciente de los índices de precios da cuenta de una moderada aceleración del ritmo de crecimiento para el año

en curso. En efecto, en el trimestre enero-marzo de 2004 los precios mayoristas se caracterizaron por un incremento acumulado de 1,6%, que representa una tasa de crecimiento anualizada en torno al 6,6%, guarismo que si bien se ubica por encima de la marca observada durante 2003, persiste en niveles reducidos. Por su parte, el nivel general de precios al consumidor exhibió en el primer trimestre de 2004 un crecimiento acumulado de 1,1%, cuya tasa anualizada se ubica en torno al 4,6%. Teniendo en cuenta dicha evolución acumulada por los precios al consumidor en lo que va de 2004 se estima que la inflación minorista concluya el año con un alza bastante superior a la observada en diciembre de 2003. Ello se deberá principalmente al ajuste de precios relativos de algunos sectores que actualmente pueden recomponer los márgenes perdidos a partir del rezago que arrastraban desde inicios de la devaluación, sumado a los aumentos tarifarios definidos por el Gobierno en algunos sectores proveedores de servicios públicos y a la creciente presión de costos originada en la suba internacional de los precios de las materias primas.

En materia de comercio exterior, la evolución del intercambio comercial durante 2003 se caracterizó por un abultado resultado superavitario que poco se distanció del observado durante el año previo, cuando la balanza comercial había arrojado una cifra que fue récord histórico. La buena performance de las ventas externas, estimuladas principalmente por el avance de las exportaciones del agro (que compensaron con creces la disminución de los envíos industriales a Brasil), permitieron delinear un importante saldo comercial pese a la notoria recuperación de las importaciones (si bien estas últimas lograron su avance a partir de niveles previos muy deprimidos).

Los envíos al exterior durante 2003 exhibieron un crecimiento de 14,3% con relación al año previo, desempeño que se constituye en el mayor incremento de los últimos ocho años, alcanzando así los US\$ 29.375 millones. Este avance de las exporta-

ciones se desglosa en un 9% de incremento en precios y un 5% de incremento en cantidades. Tal desempeño exportador estuvo altamente concentrado en las exportaciones de manufacturas de origen agropecuario y de productos primarios, las que exhibieron aumentos de 22,5% y 21,8%, respectivamente. Por su parte, las exportaciones de combustibles y energía alcanzaron una tasa de crecimiento anual en torno al 12,7%, mientras que los envíos al exterior de manufacturas de origen industrial exhibieron un pobre desempeño, principalmente por el estancamiento de la actividad económica en Brasil, verificando una tasa de crecimiento de apenas el 1,1%, respecto al año previo.

Por su parte, las importaciones de bienes mostraron un notorio desempeño durante 2003, traccionadas por la recuperación de la economía doméstica. De esta forma, al cierre del año alcanzaron un monto de US\$ 13.813 millones, verificando un crecimiento en torno al 53,7%. No obstante, como se señaló anteriormente, este guarismo debe relativizarse teniendo en cuenta que durante el 2002 las compras al exterior habían exhibido una contracción próxima al 56% respecto del año previo, con lo cual la base de comparación ha sido muy baja. Las importaciones del año 2003 son todavía 32% inferiores a las de 2001.

Dentro de la evolución de las importaciones por uso económico se destacan las compras de bienes de capital principalmente e insumos intermedios, con crecimientos anuales próximos al 93% y 43%, respectivamente, en línea con el notorio avance del agro y de la industria. Por su parte, los bienes de consumo también mostraron un pronunciado repunte, exhibiendo una tasa de crecimiento en torno al 54%, comparado con el año previo.

Con todo, la balanza comercial finalizó 2003 con un superávit de US\$ 15.562 millones, unos US\$ 1.158 millones menos que en 2002. Tanto por el mayor crecimiento proyectado para nuestros principales mercados (especialmente Brasil y países asiáticos), como por la elevada competitividad de la producción local y las buenas perspectivas para los precios internacionales de las

commodities, se prevé para el corriente año 2004 la consolidación de este buen desempeño exportador. Asimismo, se espera que continúe con firmeza la recuperación de las importaciones, en un contexto de sólido crecimiento de la demanda doméstica.

En cuanto a la evolución más reciente del comercio exterior, se observa en el primer bimestre de 2004 un crecimiento de las exportaciones totales de bienes en torno al 8,5% respecto a igual período del año anterior, destacándose el notable desempeño de las ventas de origen agropecuario, que verificaron un incremento interanual del 24%. Por su parte, las manufacturas de origen industrial comienzan a recuperarse luego del pobre desempeño que exhibieron durante 2003, alcanzando en el primer bimestre del año un incremento interanual del 7,5%, al tiempo que los envíos al exterior de productos primarios crecieron 5,8% y las exportaciones de combustibles y energía cayeron 12,8%.

Por su parte, las importaciones de bienes verificaron en el primer bimestre de 2004 un notable crecimiento del 87,2% respecto a igual período del año anterior, destacándose principalmente las compras de bienes de capital con un crecimiento en torno al 290% (debe tenerse en cuenta que la base de comparación se situaba en niveles muy deprimidos). Las importaciones de bienes de consumo e intermedios también registran elevadas tasas de crecimiento, del orden del 75,7% y 40,7%, respectivamente.

De tal manera, el saldo de la balanza comercial durante el primer bimestre de 2004 alcanza un superávit de US\$ 1.717 millones, inferior a los US\$ 2.726 millones registrados en similar período de 2003.

En lo que respecta al plano laboral, el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos ha modificado la metodología aplicada a la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), por lo que a partir de 2003 la tradicional encuesta difundida dos veces al año fue

suplantada por otra de carácter continuo y frecuencia trimestral. Esta nueva metodología busca mejorar la captación de las condiciones de actividad y desocupación dentro del mercado laboral, a través de una mayor frecuencia en los relevamientos, una ampliación del período de referencia para determinar las características de la búsqueda laboral, y principalmente a través de la incorporación de nuevas preguntas para lograr el relevamiento de formas ocultas de ocupación y desempleo.

De acuerdo a los resultados difundidos en la última EPH, la nueva medición señala una importante disminución de la desocupación en el cuarto trimestre de 2003, si bien aún ésta se ubica en niveles elevados. En efecto, la tasa de desempleo se situó hacia el último trimestre del año pasado en el 14,5% de la población activa frente a un nivel de 20,8% registrado en igual período de 2002. Se consolida así una trayectoria de fuerte declinación de la desocupación. Dicha tendencia encuentra sus bases principalmente en el importante crecimiento que ha exhibido la demanda de trabajo a lo largo del año pasado, que, como viniéramos previendo desde hace varios trimestres, refleja una elevada elasticidad producto del empleo. Esta elevada reacción del empleo a la evolución del PBI es consecuente con los cambios de precios relativos asociados a la nueva configuración macroeconómica que se va plasmando desde el abandono del régimen de Convertibilidad. Por su parte la oferta laboral ha conservado una evolución relativamente estable.

Acompañando la incipiente recuperación de los niveles de empleo, los salarios en los diferentes sectores de la economía han seguido muy de cerca esta evolución durante 2003. Mientras los salarios de los trabajadores registrados del sector privado continuaron con la tendencia alcista iniciada a mediados de 2002, se observó también una gradual pero sostenida recuperación, más sólida hacia el último trimestre de 2003, de los salarios correspondientes al sector informal de la economía. En efecto, durante el cuarto trimestre los salarios formales crecieron 15,8%

interanual en promedio, mientras que los no formales alcanzaron una tasa de crecimiento promedio del 9,8%. Pero si la comparación se realiza con respecto al trimestre inmediato anterior, se detecta que los salarios del sector privado no registrado o informal subieron 6,0% contra 1,7% del sector formal. Los datos recientes señalarían una continuidad de este proceso durante el año en curso, dados los guarismos interanuales del 18% y 6% registrados en el primer bimestre de 2004, para los salarios privados formales e informales, respectivamente.

Con respecto a la situación fiscal, el favorable desempeño de las cuentas públicas durante el transcurso de 2003 permitió el cumplimiento en exceso de las metas fiscales pautadas en el nuevo acuerdo alcanzado con el Fondo Monetario Internacional. Uno de los factores clave de este desempeño fue la favorable evolución de la recaudación tributaria.

El resultado primario del Sector Público Nacional alcanzó durante el 2003 un importante superávit de \$ 8.688 millones, equivalente a 2,3% en términos de PBI, unos \$ 900 millones superior a la meta establecida en 2,1% del PBI. En el comparativo con respecto al año 2002 el superávit primario creció unos \$ 6.430 millones en términos absolutos. Asimismo, tomando en cuenta los pagos de intereses de la deuda en situación regular, el resultado global del Sector Público Nacional también fue superavitario en unos \$ 1.800 millones, magnitud equivalente al 0,5% del PIB.

Durante el cuarto trimestre de 2003, el resultado primario del Sector Público Nacional alcanzó un superávit de \$ 1.533 millones, equivalente a 1,5% en términos de PIB. Debe mencionarse que durante el mes de diciembre se han adelantado pagos de aguinaldos, salarios estatales nacionales y jubilaciones, habitualmente realizados en el mes de enero del siguiente año, por lo que con ello la performance del cuarto trimestre ha sido algo inferior a la de los primeros nueve meses, cuando se había alcanzado un

superávit primario promedio del 2,6% del PBI.

La notable performance de las cuentas fiscales durante 2003 fue impulsada básicamente por una evolución favorable de la recaudación tributaria, en un contexto de recuperación de la actividad económica y de aplicación de eficaces acciones en materia de administración tributaria y control de la evasión. En efecto, los ingresos impositivos alcanzaron durante 2003 un monto de aproximadamente \$ 60.740 millones, frente a los \$ 40.034 millones verificados en 2002. Los tributos "tradicionales" que exhibieron comportamientos más expansivos fueron el Impuesto al Valor Agregado (IVA), con un crecimiento del 37,4%, y el Impuesto a las Ganancias, con un avance del 65,4%. En conjunto ambos impuestos explican cerca del 50% de la recaudación tributaria total. Dentro de los impuestos "no tradicionales", el aporte más relevante vino de las Retenciones a las Exportaciones, con un crecimiento del 83,4%, y del Impuesto a las Transacciones Financieras, que verificó un avance de 21,5%.

Resulta interesante señalar el cambio acontecido en los patrones de contribución a las variaciones en los Recursos Tributarios Totales. Durante 2002, el incremento en la recaudación de los gravámenes considerados no tradicionales, las retenciones a la exportación y los impuestos que gravan las transferencias financieras, habían representado el 136% de la variación en la recaudación tributaria total, compensando las bajas en la recaudación acontecidas en los gravámenes tradicionales de mayor relevancia, como el Impuesto al Valor Agregado (-2,2%) y el Impuesto a las Ganancias (-23,1%). A partir del año 2003, merced a la recuperación experimentada por el nivel de actividad y a la reducción de los niveles de evasión, se produjo una disminución en la importancia relativa de las retenciones a las exportaciones y del impuesto a las transacciones financieras, que esta vez explicaron el 24% del crecimiento de la recaudación total, frente a una contribución algo mayor del IVA (26,2% del incremento) y de Ganancias (26,7%). Esta tendencia se acen-



tuó durante el primer bimestre de 2004, con contribuciones relativas muy superiores de los impuestos tradicionales respecto de los no tradicionales (IVA y Ganancias, 49% y 13,5%, respectivamente, mientras que Retenciones e Impuesto al Cheque explicaron en conjunto apenas el 5,9% del incremento en los RTT).

Por su parte, el Gasto Público Nacional se mantuvo dentro de los límites presupuestados, verificando un incremento de 26,5% respecto al registro del año pasado. Las partidas de mayor crecimiento fueron las transferencias a las provincias, con 39,3% de aumento interanual, en especial las originadas en compromisos de coparticipación (57,7% de incremento) y las transferencias al sector privado (28,1%), explicadas casi exclusivamente por los recursos destinados al financiamiento del “Plan Jefes y Jefas de Hogar”. Habida cuenta de la excedentaria posición alcanzada por el gobierno y el cumplimiento en exceso de las metas fiscales comprometidas, en los últimos meses del año se dispusieron aumentos en las jubilaciones mínimas, el pago de un adicional en concepto de aguinaldo para perceptores del “Plan Jefes y Jefas de Hogar”, y el adelanto del calendario de pago de sueldos y aguinaldos a empleados públicos y jubilados.

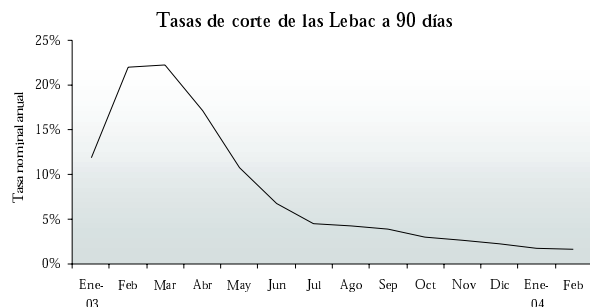
Durante el primer bimestre de 2004, el resultado primario del Sector Público Nacional alcanzó un superávit de \$ 2.588 millones. Teniendo en cuenta que para el mes de marzo se estima un resultado que será también superavitario (si bien con el importante aporte de utilidades extraordinarias que el Banco Central transferirá al Tesoro Nacional), la meta piso establecida en \$ 1.100 millones para el primer trimestre del presente año se habrá más que triplicado.

En el plano monetario y financiero el año 2003 también se caracterizó por el cumplimiento en exceso de las metas formuladas en el programa monetario, el cual ya había sido reformulado a mediados del año pasado a fin de dar cuenta de la mejora observada hasta entonces en el contexto macroeconómico.

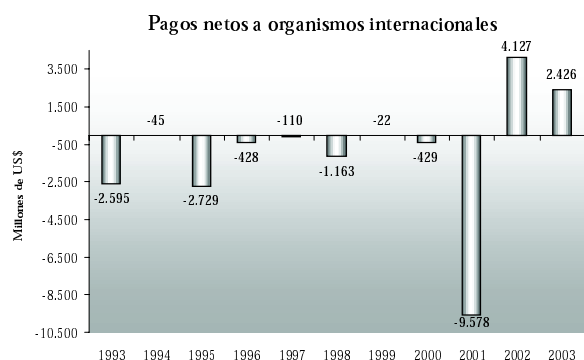
Para diciembre de 2003, el límite superior de base monetaria amplia (meta indicativa) se acordó en \$ 47.770 millones y fue sobrecumplido en \$ 878 millones. En cuanto a las metas de activos internos netos (AIN) y de reservas internacionales netas (RIN) (ajustadas según los pagos de amortizaciones al BID y al BIRF realizados a partir de septiembre de 2003), los valores observados revelaron un sobrecumplimiento muy holgado. Los AIN se ubicaron \$ 6.396 millones por debajo del límite superior pactado y las RIN superaron en U\$S 1.903 millones el límite inferior acordado.

Por su parte, los depósitos en pesos del sector privado se incrementaron 17,5% de diciembre a diciembre durante el año pasado, al tiempo que las tasas pasivas para los depósitos de 30 a 59 días de plazo se redujeron desde un porcentaje nominal del 20,7% anual en diciembre de 2002 a otro muy reducido del 3,7% en diciembre de 2003. Esta tendencia se acentuó en los primeros meses de 2004, registrándose en promedio tasas nominales del 2,8% y 2,3% anual para enero y febrero, respectivamente.

La reducción de tasas pasivas no sólo reflejó la mejora gradual en las condiciones del mercado financiero, sino que además fue inducida por la política monetaria que siguió el Banco Central, particularmente a través de las licitaciones de Letras del Banco Central (Lebacs). Por ejemplo, las Lebacs a 90 días verificaron una marcada reducción del costo promedio (10,8% en diciembre de 2002 vs. 2,3% en diciembre de 2003), tendencia que se acentuó en los primeros meses de 2004 al verificarse en el primer trimestre una tasa promedio del 1,7%. Asimismo, se sigue observando una pronunciada extensión de los plazos de colocación de Lebacs, ya que en enero de 2003 los vencimientos máximos eran colocados por el término de un año, a partir de abril comenzaron a observarse plazos por término de 546 días, y durante los primeros meses del año en curso ya se produjo una extensión de los vencimientos a 735 días. Cabe destacar que la vida promedio de las Lebacs en pesos pasó de 103 días a fines de 2002 a 237 días al cierre de 2003, tendencia que continuaba en los primeros meses de 2004.



El muy buen desempeño general de la actividad económica en el año, hasta aquí comentado, cobra mayor relieve si se toma en cuenta que, al igual que en todo 2002, la Argentina siguió siendo pagador neto a los organismos internacionales. En efecto, en todo 2003 dichos pagos netos alcanzaron la suma de U\$S 2.426 millones<sup>1</sup>.



El panorama se completa teniendo en cuenta que a lo antes mencionado debe sumarse un escenario internacional favorable. Las bajas tasas de interés internacionales, impulsadas por las políticas monetarias expansivas de algunos países desarrollados, y los buenos precios internacionales de los “commodities” que el país exporta, contribuyeron a delinear un escenario favorable para los próximos años. En consecuencia, las perspectivas actuales permiten ser razonablemente optimistas respecto al cumplimiento del escenario macroeconómico con el cual se elaboró el Presupuesto plurianual para el período 2004-2006.

Seguidamente, como es tradicional en este Capítulo, se ofrece

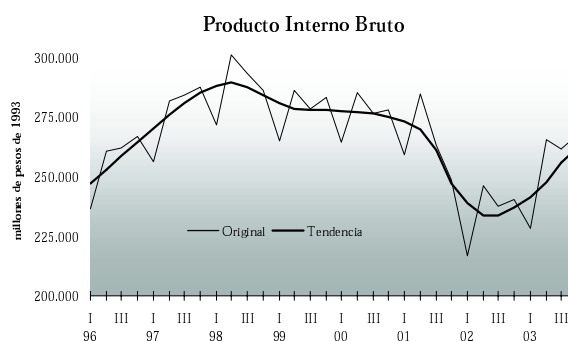
un resumen de los Capítulos específicos de este Informe Económico.

## *Nivel de actividad*

La evolución macroeconómica del cuarto trimestre de 2003 determinó una variación positiva en la oferta global medida a precios del año 1993, de 13,8% con respecto al mismo período del año anterior. Este aumento estuvo generado por una variación positiva del PIB de 11,3% y de 52% en las importaciones de bienes y servicios reales. En la demanda global se observó una variación positiva de 48,8% en la inversión interna bruta fija y un aumento de 7,4% en las exportaciones de bienes y servicios reales. El aumento del consumo privado fue de 11,8%, mientras que el consumo público tuvo una variación positiva de 0,3%.

En particular, los sectores productores de bienes tuvieron durante el cuarto trimestre de 2003 una variación positiva del 17,5%, determinada principalmente por el aumento en el nivel de actividad de la industria manufacturera (16,2%) y de la construcción (45,8%). Los sectores productores de servicios registraron un aumento interanual del 6,2%.

La variación provisoria del PIB desestacionalizado del cuarto



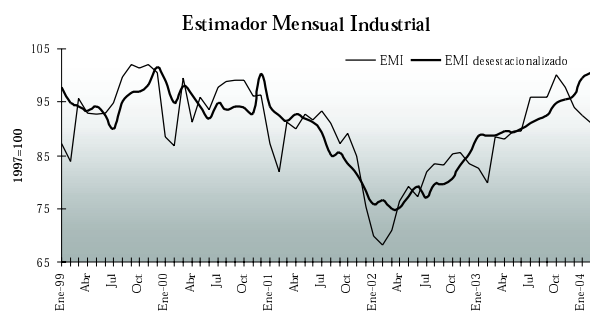
<sup>1</sup> En 2002 dichos pagos netos habían sido de U\$S 4.127 millones. Durante el período 1993-2001, en contraste, la Argentina había sido receptor neto en cada uno de esos años, con un promedio anual de U\$S 1.900 millones.

trimestre de 2003 con respecto al tercero de 2003 arrojó una suba de 2,5%.

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 cuarto trimestre de 2003, experimentó un aumento del 5,8% en relación a igual trimestre del año anterior. Los precios de los Sectores Productores de Bienes registraron una variación negativa del 3,1% y los de los Productores de Servicios un incremento del 7,8%.

Los valores alcanzados en el cuarto trimestre y la revisión de las estimaciones del tercero determinaron una variación para el PIB promedio de 2003 de 8,7%, registrándose un avance en los sectores productores de bienes del 14,4% interanual y en los de servicios del 4,1%.

La evolución más reciente de las cuentas nacionales puede visualizarse a través del Estimador Mensual de Actividad Econó-



mica (EMAE), que mostró en enero una nueva variación interanual positiva de 9,9%, magnitud similar a las variaciones del PIB en los trimestres anteriores, hecho que estaría indicando un mantenimiento del crecimiento. En términos de la serie desestacionalizada, el incremento con respecto al mes anterior también arrojó una cifra positiva (1,8%) al igual que en los meses previos desde agosto del 2002.

El Estimador Mensual Industrial (EMI) que elabora el INDEC alcanzó en febrero un nivel similar al máximo de la serie. La suba

interanual de 14,1% en el último mes es la quinceva sucesiva de crecimientos interanuales con variaciones superiores a los dos dígitos y permitió acumular en el transcurso de 2004 un incremento del 13,1%. También resultó positiva la comparación con el mes anterior ya que el desestacionalizado avanzó 0,9% sobre los valores de enero.

A nivel de bloques los mayores incrementos correspondieron a las ramas dirigidas al mercado local, de insumos de la construcción y, en menor medida, los ligados a la demanda externa. Las industrias más dinámicas fueron la automotriz, gráfica, agroquímicos, insumos de la construcción y alimentos. La firmeza de la demanda permitió un sostenido aumento de la utilización de la capacidad instalada, que alcanzó a 67,6% en promedio durante el año.

En febrero las firmas consultadas en la encuesta cualitativa continuaron mostrando buenas expectativas sobre el desempeño del mes de marzo. Con respecto a las demandas interna y externa continuaron prevaleciendo brechas positivas entre los que esperaban un aumento y los que esperaban una disminución.

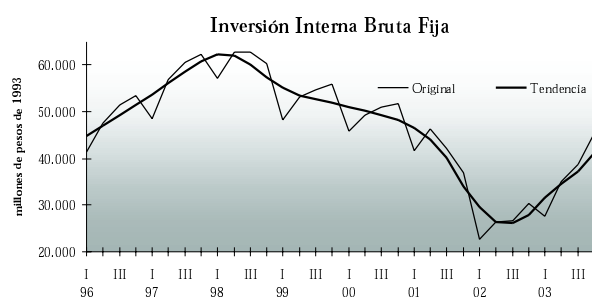
El Indicador Sintético de Servicios Públicos mantuvo e incrementó la tendencia ascendente que viene manifestando desde inicios de 2003, con alzas de 16,1% y 19,1% en los meses de enero y febrero de 2004.

### *Inversión*

En el cuarto trimestre de 2003 el crecimiento de la Inversión Interna Bruta Fija (IIBF), medida a precios constantes, continuó acelerándose (48,8% respecto de igual período de 2003), tras lo cual se acumuló un alza del 38,1% al cabo del año. Durante el trimestre la evolución de sus principales componentes también se aceleró, destacándose las variaciones que experimentaron la construcción (43,3%) y la inversión en equipo durable importado (149,6%). Si bien ha crecido menos que el

total de la inversión, la expansión del equipo nacional también fue notable (26,6%) debido al comportamiento de la maquinaria y equipo (18,5%) y, fundamentalmente, del material de transporte (62,7%).

La variación de la serie desestacionalizada de la IIBF, al igual que la de la tendencia suavizada, mostraron alzas significativas: 10,3% y 9,9%, respectivamente, contra el tercer trimestre de 2003.



La participación de la inversión con respecto al PIB a valores constantes siguió una trayectoria creciente a lo largo del año, alcanzando en el último trimestre un porcentaje de 16,9%, que resulta superior al promedio de 2001.

Medida a valores corrientes la inversión del cuarto trimestre alcanzó a \$ 71.119 millones, 50,4% superior a la de igual período de 2002. El cociente IIBF/PIB a valores corrientes también continuó recuperándose (15,1% en promedio del año), de modo que la variación del stock de capital fue positiva con respecto a 2002, ya que el monto de inversión permitió cubrir la depreciación anual.

La inversión pública presupuestaria financiada con recursos nacionales para 2004 alcanza a \$ 4.221,6 millones, de los cuales \$ 1.443 millones corresponden a la Inversión Real Directa y \$ 2.778 millones a Transferencias de Capital.

Los permisos de edificación para obras privadas continuaron

expandiéndose en el cuarto trimestre (55,8%) y siguieron haciéndolo notablemente en enero (81,5%) y febrero (38,6%). El Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC), por su parte, también continuó mostrando un sensible incremento en el último trimestre de 2003 (38,1%) que se prolongó en enero (28,3%) y febrero (32,5%) y de igual modo se espera un alza para el mes de marzo dado que las ventas de cemento, el principal insumo de la actividad, crecieron 38,6%.

En el primer trimestre de 2004 las ventas al mercado interno de material rodante de producción nacional continuaron mostrando notorios aumentos, atribuible a las mayores ventas de todas las categorías de vehículos, en especial de automóviles (142,3%), utilitarios (87%) y de carga y pasajeros (76,6%).

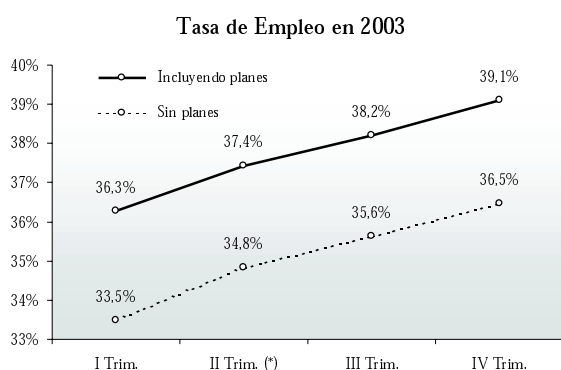
Las compras externas de equipo, en el primer bimestre de 2004, alcanzaron un valor de U\$S 813 millones, 286% superior al del año anterior.

### *Mercado de Trabajo*

A partir de 2003, el Instituto Nacional de Estadística y Censos realizó un proceso de reformulación integral de la Encuesta Permanente de Hogares. La tradicional encuesta puntual, difundida dos veces al año (mayo y octubre) es suplantada por una encuesta continua de carácter trimestral. La "EPH Continua" a partir de ahora presentará resultados acerca del mercado de trabajo cuatro veces al año, referidos al promedio de cada trimestre. De tal manera, al considerar un período más extenso, los resultados representan con mayor fidelidad los cambios que se producen en el mercado de trabajo.

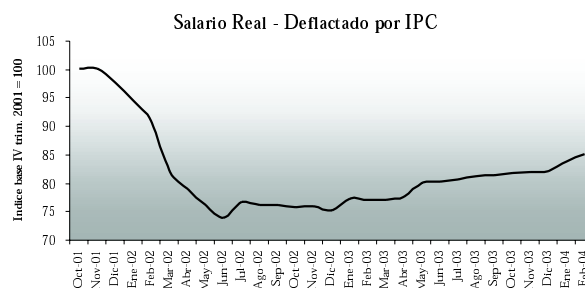
Debido a que la EPH continua mantiene la cobertura temática de la puntual, la encuesta permitirá brindar información semestral acerca de la incidencia de la pobreza y de la indigencia en los lugares que cubre la encuesta.

En cuanto a la evolución de los principales indicadores del mercado de trabajo durante el año 2003, se puede observar que la tasa de actividad se mantuvo casi sin variaciones, mientras que se verificó un aumento de la tasa de empleo acompañado por una caída de la tasa de desocupación. Entre el tercer y cuarto trimestres de 2003 la tasa de empleo de los Aglomerados del Interior creció en mayor proporción que la del Gran Buenos Aires, a diferencia de la primera mitad del año. La baja en la tasa del desempleo es más intensa en el interior del país que en el área metropolitana del Gran Buenos Aires a lo largo del año.



La pobreza y la indigencia disminuyeron en el último semestre de 2003 respecto del promedio de los primeros seis meses. Comparando los mismos aglomerados relevados por de la EPH en los dos semestres, se observa que la reducción de pobres alcanzó a 1.287.000 personas, mientras que la de indigentes lo hizo en 1.585.000 personas.

Durante 2003 se verificó una importante suba del salario real, tendencia que continúa en el inicio de 2004 por la recuperación económica y los aumentos decretados por el Gobierno. A partir del año 2002 el INDEC comenzó a elaborar un Índice de Salarios (IS) con periodicidad mensual. Entre el cuarto trimestre de 2001 y enero de 2004 el salario nominal promedio se ha incrementado 23,6%, y el salario real disminuyó 15,4%, de acuerdo con la evolución de dicho indicador y la del Índice de Precios al Consumidor.



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 2003 ascendió a 4.685.886, cifra que resulta 6,3% superior a la del mismo trimestre del año anterior. La remuneración promedio mensual fue de \$ 1.226 para el trimestre, lo que revela un incremento de 12,5% respecto del tercer trimestre de 2002. Una vez más puede atribuirse parte de esta suba a los aumentos fijados por el gobierno desde julio del 2002 y al carácter retributivo de dichas sumas implementado en el segundo semestre del año 2003.

Durante el año 2003 el SIJP registra un promedio mensual de puestos de trabajo de 4.547.587, un 3,1% más que el año anterior correspondiéndole una remuneración promedio mensual de \$ 1.086, un 10,7% más alta que la del año anterior.

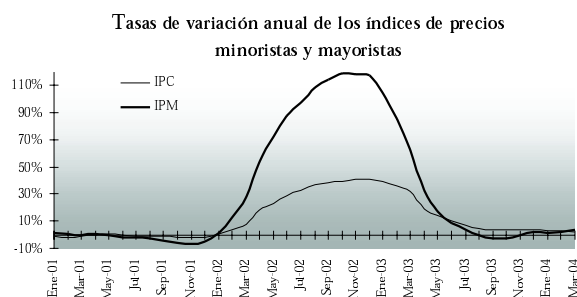
## Precios

En 2003 disminuyó marcadamente la inflación en Argentina con relación al año anterior. Analizando la inflación trimestral anualizada, se destaca la pronunciada desaceleración del IPC en los últimos meses, hasta ubicarse cerca del 3% anual a principios de 2004. Esta marcada estabilización se explica básicamente porque el tipo de cambio nominal, al retroceder durante la pri-

mera mitad de 2003, presionó a la baja sobre los precios mayoristas y luego moderó la suba de los minoristas. Como se señaló en números anteriores de este Informe Económico, el salto inflacionario de mediados de 2002 estuvo ligado a una crisis financiera derivada del derrumbe del modelo económico anterior, y no representaba una tendencia de largo plazo.

En el nuevo contexto de flotación, los índices de precios parecen depender de otras variables estructurales, tales como: el mayor grado de apertura comercial, los altos niveles de desempleo – herencia de las políticas de los años '90-, la baja monetización, la capacidad industrial no utilizada, el importante superávit fiscal primario y el nivel del tipo de cambio. Este último, hoy internacionalmente competitivo, aleja la posibilidad de sufrir nuevamente grandes devaluaciones y opera sobre las expectativas de los agentes.

El índice de inflación registrado en 2003 volvió a ubicarse prácticamente en el mismo promedio de la década del '90 (que había sido 3,8%), e incluso por debajo de los 4 primeros años de ese período. Resultó del mismo modo muy inferior al promedio del período 1945-1974, los años del modelo de industrialización sustitutiva de importaciones, cuando la inflación minorista había alcanzado 27% en promedio. A su vez en 2003 sorprendió la fortaleza de la demanda de dinero, ya que la base monetaria amplia se expandió en el orden del 65%, un reflejo del muy bajo nivel de monetización que existía en 2002.



En el cuarto trimestre de 2003 los precios implícitos del Producto Interno Bruto subieron 5,8% anual. Considerando promedios trimestrales, en ese período el Índice de Precios minoristas (IPC) aumentó 3,7% anual, mientras que los precios mayoristas disminuyeron mínimamente.

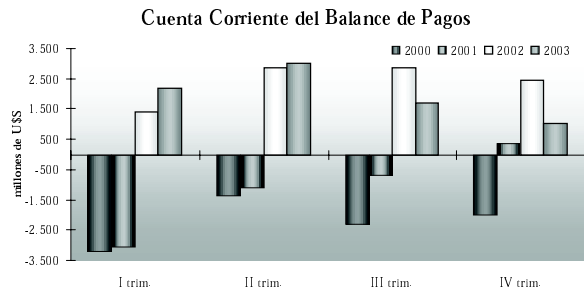
Al tomar en cuenta los aumentos de precios acumulados desde el final de la Convertibilidad hasta Febrero de 2004, se destaca inmediatamente la gran desproporción existente entre la inflación minorista (47%), la inflación mayorista (124%) y la suba del tipo de cambio nominal (191%). En ese período, la relación entre los incrementos del tipo de cambio y de los precios minoristas fue de 4 a 1.

Los términos del intercambio externo mejoraron 1,2% anual en el cuarto trimestre de 2003, como resultado de una nueva suba en los precios de las exportaciones. De este modo, aún con precios relativamente bajos, durante 2003 este indicador se ubicó en su mejor nivel de las últimas dos décadas y su influencia fue importante en el crecimiento del PIB. El índice de precios promedio de las commodities en el mercado mundial que releva el FMI subió 10% anual en el cuarto trimestre de 2003, y aún continuó escalando hasta Febrero de 2004, cuando tocó un máximo para la última década.

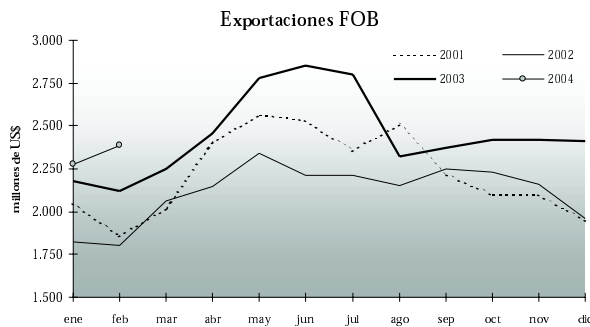
El tipo de cambio real multilateral subió 5% anual en Febrero de 2004, debido básicamente a la fortaleza del euro. Sin embargo, en dicho mes se ubicó 19% por debajo de su máximo de Junio de 2002, debido a la apreciación del peso de 2003. La evolución del último año significó una corrección de la sobre-reacción que había ocurrido tras la megadevaluación. Los años de convertibilidad se habían caracterizado por un tipo de cambio real acusadamente bajo en términos históricos, pero la devaluación lo había llevado a valores demasiado altos para la experiencia argentina, un hecho que en 2003 se revirtió parcialmente.

*Sector externo*

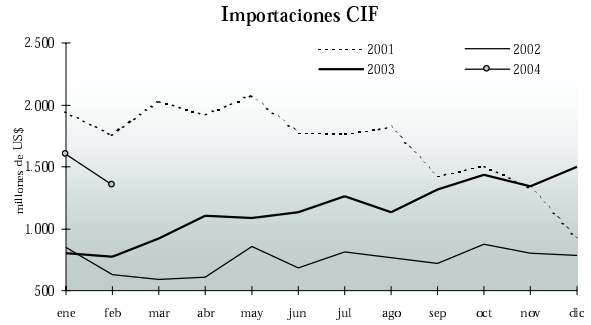
La cuenta corriente de balance de pagos arrojó en el año 2003 un superávit de U\$S 7.941 millones, con una disminución de U\$S 1.686 millones con respecto a 2002. Tal caída está vinculada, básicamente, al crecimiento del nivel de actividad económica, que determinó un aumento significativo de las importaciones y un mayor déficit de la cuenta rentas de la inversión.



El saldo del balance comercial en el año fue superavitarario en U\$S 16.292 millones. Las exportaciones de bienes alcanzaron a U\$S 29.375 millones, con un aumento de 14% respecto al año anterior, originado en la suba de los precios de exportación (fundamentalmente petróleo y commodities agropecuarias) y en el aumento de las cantidades exportadas del complejo sojero. Las importaciones FOB totalizaron U\$S 13.083 millones, 54% más que en 2002, debido principalmente a la reactivación de la economía, a lo que se sumó un tipo de cambio real decreciente.



Por su parte, la cuenta financiera registró un egreso neto de U\$S 2.955 millones, en tanto que el egreso neto acumulado en el



2002 había sido de U\$S 12.491 millones. Esta importante reducción de la salida de capital respondió a la evolución del sector privado no financiero y, en segundo término, a los menores pagos del sector público a los organismos internacionales. A fines de 2003 las reservas internacionales alcanzaron a U\$S 14.119 millones, lo que implicó un crecimiento de U\$S 3.643 millones con respecto a 2002.

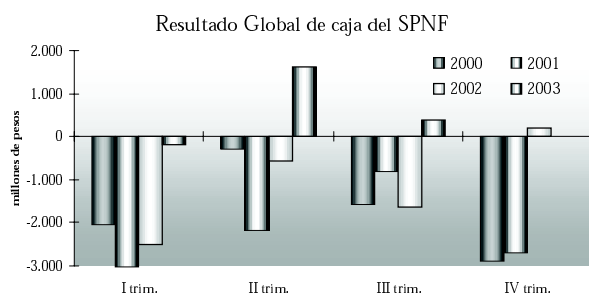
El superávit en cuenta corriente fue así la principal fuente de financiamiento en el balance de pagos. En el mismo sentido operaron los atrasos, aunque como fuente extraordinaria. En cuanto a los usos de fondos se destacó la acumulación de activos externos, tanto de reservas internacionales del BCRA como del sector privado.

La deuda externa a fines de diciembre de 2003 fue estimada en U\$S 145.583 millones, con un aumento respecto del trimestre anterior de U\$S 4.971 millones. El aumento fue explicado por la deuda del sector público, que creció en U\$S 5.296 millones por efecto de la apreciación del euro respecto del dólar (U\$S 3.771 millones) y de la acumulación de atrasos de intereses (U\$S 972 millones). También colaboraron en el aumento las operaciones en el mercado secundario (U\$S 1.112 millones), compensadas en parte por los pagos netos realizados (U\$S 681 millones). En el año el efecto de la variación del tipo de pase (U\$S 9.100 millones) y la acumulación de atrasos por intereses (unos U\$S 3.900 millones) explican casi exclusivamente el aumento estimado de la deuda del sector público por U\$S 14.583 millones.

*Finanzas Públicas*

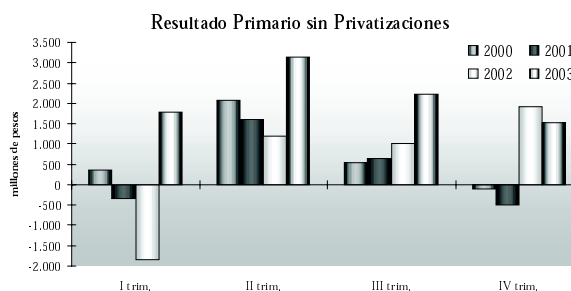
El resultado global anual del Sector Público Nacional no Financiero (SPNNF) base caja registró un superávit de \$ 1.805,3 millones en 2003, equivalente a una mejora de \$ 6.345,6 millones con relación al resultado obtenido el año anterior, consistente en un déficit en torno de los \$ 4.550 millones.

El superávit primario del año 2003 (es decir excluyendo el pago de intereses de la deuda pública) alcanzó los \$ 8.688 millones en términos nominales, cifra que supera ampliamente al resultado del año anterior, que había sido casi la cuarta parte del actual. El resultado anual es equivalente a 2,3% en términos de PIB, y se colocó unos \$ 886 millones por encima de la meta convenida con el FMI, establecida en 2,1% del PIB.



El último trimestre de 2003 marcó un superávit de \$ 1.532,9 millones, inferior al resto de los trimestres del 2003 y también al del cuarto trimestre del año anterior, que había contabilizado \$ 1.914,7 millones. El desempeño relativamente más flojo del trimestre se explica básicamente por la decisión de anticipar algunos gastos que tradicionalmente se venían registrando en el trimestre siguiente, el primero de cada año. En tal sentido, el superávit primario correspondiente al primer trimestre de 2004 será bastante mayor al previsto inicialmente. Ya en el primer bimestre se obtuvo un resultado superavitario en \$ 2.588 millones, muy por encima de los \$ 1.100 millones para todo el

trimestre que habían sido previstos en el Acuerdo con el FMI de septiembre de 2003.



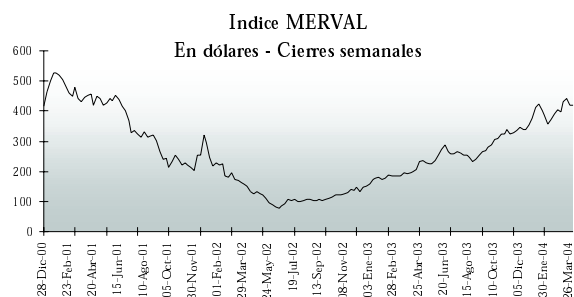
Los Ingresos Totales del Sector Público No Financiero continúan una tendencia marcadamente creciente, incrementándose mes tras mes desde principios de 2002. El aumento interanual del último trimestre de 2003 fue de \$ 4.213.1 millones (o sea 25,3% de suba) lográndose un nuevo máximo histórico desde 1993. Ello se debió principalmente al aumento del 33,8% en la recaudación tributaria (incluyendo las Contribuciones a la Seguridad Social), a su vez explicados en más del 50% por la mejora generada en los impuestos tradicionales, es decir IVA y Ganancias, que observaron una participación creciente durante el último año en el total recaudado.

*Mercado de Capitales*

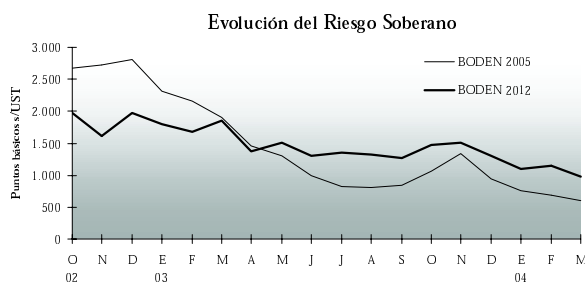
A fines de 2003 se afirmó la recuperación del mercado de capitales argentino. El valor de las acciones del indicador Merval avanzó desde unos 760 puntos en Junio de 2003 hasta 1.030 puntos hacia finales del año. Posteriormente el indicador continuó subiendo y superó la cota de los 1.200 puntos en Marzo, registrándose también un incremento de los volúmenes operados. Este desempeño estuvo explicado por la baja de las tasas de interés, la estabilidad del tipo de cambio y la continuidad de la recuperación económica, todo lo cual contribuyó a mejorar los balances de las compañías. En términos reales, la bolsa porteña recuperó los niveles de fines de 1999. La mejora de los papeles



privados coincidió con un sostenido avance del PIB real, que en 2003 creció 8,7% anual, y se incrementó 20,4% en términos nominales.



En el cuarto trimestre de 2003 cayeron levemente los precios de los títulos públicos emitidos antes de 2001 (bonos Brady y Globales). Así, el riesgo soberano implícito en sus precios subió, hasta unos 5800 puntos básicos en el cuarto trimestre. La suba se produjo al conocerse la propuesta de reestructuración de deuda del Gobierno, si bien este índice ha perdido relevancia desde la suspensión de pagos de fines de 2001. Por su parte, las cotizaciones de los bonos emitidos desde 2002 (los BODEN 2005, 2007, 2008, 2012 y 2013), cuyo pago se desarrolla normalmente, reflejaron en sus precios un riesgo soberano que en Marzo de 2004 iba de 400 puntos básicos para las series 2007 y 2008 a 1000 puntos para la serie 2012. El total de BODEN emitidos para compensar a ahorristas, bancos, empleados y jubilados se acercó a los U\$S 16.000 millones.



En 2003 aumentaron los montos licitados de las Letras a corto

plazo (LEBAC) del Banco Central, hasta superar un monto de \$ 10.500 millones. A fines de 2003 hicieron su aparición las Notas a largo plazo (NOBAC), unas con ajuste de capital según el CER (tasa de inflación minorista) y otras sin ajuste, más tasa de interés fija, con plazos de hasta 3 años. Estos títulos, a la vez que señalaron una tasa de interés de referencia, funcionaron como herramienta de absorción de una base monetaria que se expandió en el orden del 60% durante 2003.

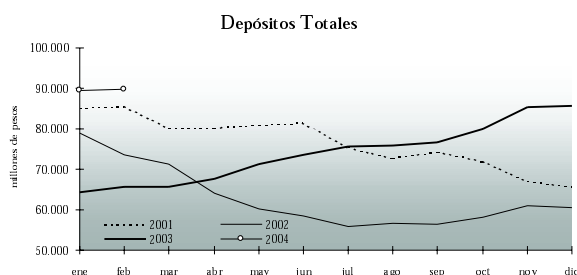
El contexto internacional en 2003 fue en general favorable para América del Sur, y en particular para Argentina, con tasas de interés internacionales en mínimos en 5 décadas y mejora en los términos del intercambio externo. Como consecuencia, disminuyó la salida de capitales de la región. En Argentina la formación de activos en el exterior cayó desde aproximadamente U\$S 11.000 millones en 2002 hasta U\$S 4.700 millones en 2003. A principios de Marzo el peso argentino se había revaluado 9% anual frente al dólar, el real hizo lo propio en 19% y el peso chileno en 20%. El crecimiento se recuperó en varios países de la región, en particular en Argentina, Chile y Uruguay. Una notable excepción fue Brasil, cuyo PIB retrocedió 0,2%, su primer resultado negativo en una década.

El marco externo estuvo caracterizado por señales de reactivación y volatilidad bursátil en los países desarrollados, en un contexto político difícil por la situación en Medio Oriente y los atentados terroristas. En los mercados de divisas, a principios de 2004 se detuvo la caída del dólar frente al euro, aún a pesar de los desequilibrios acumulados por la economía estadounidense. Hacia Marzo de 2004 las bolsas norteamericanas volvían a caer, después de la recuperación de mediados de 2003. En ese mes la Reserva Federal norteamericana decidió mantener inalterada la tasa de corto plazo en sólo 1% anual, ante señales todavía poco claras de reactivación, en particular en el mercado laboral. No obstante, la institución volvió a alertar sobre el nivel de déficit fiscal y anticipó la posibilidad de alguna suba futura.

*Dinero y Bancos*

En el año 2003 el panorama monetario y financiero se caracterizó por una evolución favorable de casi todas las variables. Un firme manejo de la política económica y la implementación de una política cambiaria consistente lograron revertir la dinámica divergente que revelaron las variables financieras a partir de la grave crisis desencadenada a fines de 2001.

La demanda creciente de saldos reales permitió un exitoso levantamiento de las restricciones financieras impuestas desde diciembre en 2001, y los nuevos depósitos del sector privado comenzaron a acompañar la incipiente reactivación económica. A fines de 2003 los depósitos privados de efectivo alcanzaron a \$ 68.145 millones, \$ 10.151 millones (17,1%) más que a fines de 2002. En los dos primeros meses de 2004 continuaron creciendo (2,3%), llegando a \$ 69.695 millones a fines de febrero.



La política monetaria del BCRA atendió las necesidades de liquidez de la economía a través de la monetización del superávit de la cuenta corriente. El Programa de Unificación Monetaria permitió la eliminación de las monedas de circulación limitada (“cuasimonedas” provinciales) por dinero de circulación nacional controlado por la autoridad monetaria. Entre mayo y diciembre de 2003 el monto total de cuasimonedas retirado de circulación es de V.N. \$ 7.508 millones, 98% del stock a tal fecha.

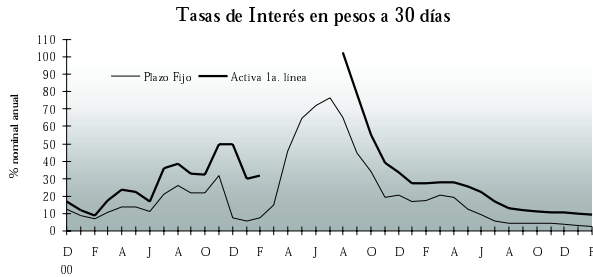
La expansión de la base monetaria amplia y la emisión de LEBAC evidenciaron la continuidad de una política monetaria flexible y creíble, sin costos en términos de inflación. La emisión de LEBAC, principal factor de contracción de la base al largo del año, continuó realizándose a tasas decrecientes, consolidándose el rol de “tasa de referencia” que se pretendía que tuvieran estos instrumentos.

Los medios de pago privados continuaron evolucionando según las necesidades de monetización de una economía en proceso de recuperación. La recuperación del agregado monetario M3 a lo largo de 2003 alcanzó a 36,2% en términos reales.

Junto a un crecimiento de los agregados monetarios compatible con una baja significativa en la tasa de inflación se logró cumplir ampliamente con las metas cuantitativas previstas en el programa monetario. Con un incremento de la base monetaria amplia de \$ 9.827 millones, el sobrecumplimiento de la meta correspondiente acordada con el FMI fue de \$ 878 millones. El aumento de los activos internos netos, por su parte, fue inferior a la meta en \$ 6.396 millones. Contrariamente a lo ocurrido en 2002, el crecimiento de la base monetaria amplia resultó, exclusivamente, del superávit externo del sector privado en virtud de la mejora de la situación fiscal y del fortalecimiento del sistema financiero.

Las tasas de interés han mostrado una tendencia descendente hasta agosto de 2003, cuando llegaron a mínimos valores en décadas. Tales niveles se han mantenido hasta fines de 2003 y se redujeron, incluso, en los primeros dos meses de 2004. La tasa de interés nominal anual por depósitos a plazo fijo de 30 a 59 días pasó de 20,7% en diciembre de 2002 a 4,1% en agosto y a 3,7% en diciembre) (2,3% en febrero de 2004). Reflejando la elevada liquidez del sistema financiero todas las tasas de interés han caído, pero las activas lo hicieron a un ritmo menor al de las pasivas; sin embargo, en los últimos meses del año se ha

profundizado la caída de las tasas activas, brindando las condiciones necesarias para una recuperación del mercado del crédito. La tasa de interés por préstamos en pesos a 30 días a empresas de primera línea, de 33,8% en diciembre de 2002 se redujo a 13,1% en agosto y bajó a 10,3% en diciembre (9,5% en febrero de 2004).



Luego de dos años de pérdidas fuertemente significativas los bancos privados arrojaron, en diciembre de 2003, un resultado positivo que implicó el inicio de una recomposición de las utilidades del sector bancario. El cambio de tendencia observado en la segunda mitad de 2003 hizo que la mejora de la rentabilidad con respecto a 2002 alcanzara a 8,8 puntos porcentuales (la rentabilidad en el cuarto trimestre de 2003 fue 0,6% en términos del activo neto).

La calidad de la cartera de financiaciones al sector privado fue mejorando durante el año. El coeficiente de irregularidad de los bancos privados disminuyó 6 puntos porcentuales, en relación a 2002, con una tendencia a la baja acentuada a fines de año.

# LA ECONOMÍA ARGENTINA

## Cuadro resumen de Indicadores Macroeconómicos Seleccionados I. Trimestrales y Anuales

	Fuente	Unidad	IV-02	I-03	II-03	III-03	IV-03	2001	2002	2003
<b>Cuentas Nacionales</b>										
PIB	(1)	Var.% interanual	-3,4	5,4	7,7	10,2	11,3	-4,4	-10,9	8,7
Bienes	(1)	Var.% interanual	-2,8	11,0	12,5	16,3	17,5	-5,2	-11,7	14,4
Servicios	(1)	Var.% interanual	-3,6	1,4	3,4	5,2	6,2	-4,0	-9,2	4,1
Consumo Privado	(1)	Var.% interanual	-7,0	3,2	7,0	10,4	11,8	-5,7	-14,4	8,1
Consumo Público	(1)	Var.% interanual	-2,1	-0,2	3,7	1,9	0,3	-2,1	-5,1	1,5
IIBF	(1)	Var.% interanual	-17,9	21,7	33,1	44,9	48,8	-15,7	-36,4	38,1
Construcción	(1)	Var.% interanual	-16,6	21,4	31,6	40,6	43,3	-9,4	-32,2	35,0
Equipo Durable Nacional	(1)	Var.% interanual	2,9	20,6	17,5	23,3	26,6	-22,1	-17,6	22,3
Equipo Durable Importado	(1)	Var.% interanual	-50,1	26,4	90,2	140,3	149,6	-27,6	-69,4	103,2
Export. Bienes y Serv.Reales	(1)	Var.% interanual	5,7	5,1	7,9	5,4	7,4	2,7	3,1	6,4
Import. Bienes y Serv.Reales	(1)	Var.% interanual	-31,5	15,0	36,2	46,2	52,0	-13,9	-50,1	37,6
<b>Mercado de trabajo</b>										
Tasa de actividad	(3)	%	45,9	45,6	45,6	45,7	45,7			45,7
Tasa de empleo	(3)	%	36,4	36,3	37,4	38,2	39,1			39,1
Tasa de desocupación	(3)	%	20,8	20,4	17,8	16,3	14,5			14,5
<b>Sector Externo</b>										
Balance de Pagos	(2)									
Cuenta Corriente	(2)	US\$ millones	2.498	2.197	3.011	1.708	1.026	-3.906	9.627	7.941
Mercancías	(2)	US\$ millones	4.111	4.181	4.939	3.976	3.197	7.385	17.236	16.292
Servicios Reales	(2)	US\$ millones	-274	-436	-359	-424	-327	-3.953	-1.688	-1.546
Servicios Financieros	(2)	US\$ millones	-1.549	-1.683	-1.737	-1.992	-2.013	-7.770	-6.498	-7.425
Transferencias unilaterales	(2)	US\$ millones	211	135	168	149	169	432	576	620
Variación de Reservas Internac.	(2)	US\$ millones	1.014	70	1.651	1.236	624	-12.083	-4.516	3.581
Exportación de bienes (FOB)	(3)	US\$ millones	6.446	6.420	8.093	7.491	7.250	26.655	25.709	29.376
Importación de bienes (CIF)	(3)	US\$ millones	2.470	2.498	3.327	3.705	4.281	20.312	8.990	13.814
Balanza comercial bienes	(3)	US\$ millones	3.976	3.922	4.766	3.786	2.969	6.343	16.720	15.562
Índice de precios de la exportación	(3)	Var.% en período	3,7	5,4	-4,4	1,1	3,4	-3,4	-3,8	8,5
Índice de precios de la importación	(3)	Var.% en período	-2,2	2,3	1,5	-1,6	1,4	-2,7	-3,0	0,5
Índice de términos de intercambio	(3)	Var.% en período	6,1	3,1	-5,7	2,5	2,0	-0,7	-0,4	8,0
<b>Finanzas Públicas</b>										
Resultado Global del SPNF (*)	(4)	\$ millones	186	-198	1.622	382	-1	-8.719	-4.549	1.805
Recursos tributarios totales	(4)	\$ millones	14.599	15.078	19.087	18.679	19.431	45.430	50.476	72.275
Deuda Pública	(4)	US\$ millones	144.269	150.992	158.271	160.875		144.453	137.320	
<b>Dinero</b>										
Depósitos bimonetarios	(5)	\$ millones	61.200	65.387	72.744	76.684	85.556	65.601	61.200	85.556
M3 bimonetario	(5)	\$ millones	77.576	82.416	92.258	98.974	112.211	74.692	77.576	112.211
Tasas de interés										
Depósitos en \$ a 30 días	(5)	%	20,72	20,26	9,63	4,09	3,71	7,4	20,7	3,7
Préstamos a línea en \$ a 30 días	(5)	%	33,48	27,84	22,48	11,96	10,32	s.d.	33,50	10,20
<b>Mercado de capitales</b>										
Merval (en dólares)	(6)	Var.% en período	44,4	22,7	44,2	3,6	28,7	-29,3	-47,4	135,8
Burcap (en dólares)	(6)	Var.% en período	10,8	15,9	19,2	4,9	29,8	10,3	-43,0	87,9
Discount strip	(6)	Puntos básicos (**)	5.821	3.696	3.035	3.400	2.957	3.906	5.821	2.957
Global 2008	(6)	Puntos básicos (**)	6.246	6.208	5.310	6.343	7.088	4.448	6.246	7.088
BODEN 2012	(6)	Puntos básicos (**)	1.966	1.844	1.309	1.268	1.291		1.966	1.291

(\*) 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

# LA ECONOMIA ARGENTINA

## Cuadro resumen de Indicadores Macroeconómicos Seleccionados

### II. Mensuales

Actividad	Fuente	Unidad	Jun-03	Jul-03	Ago-03	Sep-03	Oct-03	Nov-03	Dic-03	Ene-04	Feb-04
<b>Actividad</b>											
Estimador Mensual de la Actividad Económica	(1)	Var.% 1 mes (desest.)	0,2	2,0	0,0	1,3	1,2	0,8	0,0	1,8	
		Var.% 12 meses	8,9	9,8	8,8	11,9	12,1	10,3	11,5	9,9	
Estimador Mensual Industrial	(3)	Var.% 1 mes (desest.)	0,8	1,2	0,8	0,8	2,5	0,6	0,9	3,4	0,9
		Var.% 12 meses	15,9	16,8	15,1	15,1	17,3	14,3	12,6	12,2	14,2
<b>Inversión</b>											
Despachos de cemento	(7)	Var.% 12 meses	23,2	33,2	20,9	39,1	43,3	36,3	33,7	22,3	30,2
Importación de bienes de capital CIF	(3)	Var.% 12 meses	142,1	142,4	101,8	165,4	81,5	160,0	221,1	432,8	162,9
<b>Mercado de trabajo</b>											
Tasa de actividad (**)	(3)	%	-	-	43,0						
Tasa de empleo (**)	(3)	%	-	-	37,0						
Tasa de desocupación (**)	(3)	%	-	-	14,3						
<b>Precios</b>											
IPC	(3)	Var.% 1 mes	-0,1	0,4	0,0	0,0	0,6	0,2	0,2	0,4	0,1
IPIM	(3)	Var.% 1 mes	-0,1	0,0	1,4	-0,2	0,5	1,0	1,7	-0,3	1,4
IPIB	(3)	Var.% 1 mes	-0,2	-0,2	1,4	-0,2	0,6	1,1	1,8	-0,4	1,4
IPP	(3)	Var.% 1 mes	-0,2	-0,2	1,3	0,0	1,1	1,5	1,9	-0,3	1,5
ICC	(3)	Var.% 1 mes	0,0	0,4	1,1	1,1	0,7	1,3	1,8	2,4	2,1
<b>Finanzas Públicas</b>											
Recaudación DGI, ANA y SSS	(4)	\$ millones	6.481	6.507	6.055	6.116	6.285	6.394	6.752	7.160	6.360
IVA Bruto	(4)	\$ millones	1.629	1.831	1.820	2.050	1.921	2.003	2.081	2.490	2.154
Ganancias	(4)	\$ millones	1.647	1.184	1.310	1.019	1.094	1.378	1.311	1.281	1.059
Ingresos de la Seguridad Social	(4)	\$ millones	709	1.124	762	787	834	835	851	1.250	963
Comercio Exterior	(4)	\$ millones	1.109	1.090	719	1.001	1.030	919	913	895	828
<b>Sector Externo</b>											
Exportación de bienes (FOB)	(3)	US\$ millones	2.852	2.799	2.322	2.370	2.421	2.420	2.409	2.279	2.386
Importación de bienes (CIF)	(3)	US\$ millones	1.137	1.259	1.131	1.315	1.438	1.340	1.503	1.599	1.349
Balanza comercial bienes	(3)	US\$ millones	1.715	1.540	1.191	1.055	984	1.080	906	680	1.037
Reservas líquidas del B.C.R.A.	(5)	US\$ millones	12.125	13.484	13.593	13.431	12.837	13.469	14.119	14.920	15.003
Tipo de cambio nominal	(5)	\$/US\$	2,79	2,875	2,97	2,9	2,88	2,98	2,93	2,94	2,92
<b>Dinero</b>											
Depósitos bimonetarios (#)	(5)	u\$/\$ millones	73.524	75.592	75.988	76.684	80.113	85.324	85.556	89.416	89.710
M3 bimonetario (#)	(5)	u\$/\$ millones	93.013	96.802	98.000	98.974	102.769	108.835	112.211	114.934	115.515
Tasas de interés											
Depósitos en \$ a 30 días	(5)	%	9,63	5,53	4,1	4,09	4,15	4,16	3,71	2,81	2,31
Préstamos la línea en \$ a 30 días	(5)	%	22,48	16,64	13,09	11,96	11,18	10,76	10,32	9,9	9,5
<b>Mercado de capitales</b>											
Merval (en dólares)	(6)	Var.% en período	15,9	-4,4	-8,8	18,7	14,0	3,3	9,3	5,8	4,3
Burcap (en dólares)	(6)	Var.% en período	8,9	-3,6	-6,5	16,3	6,5	1,7	19,8	5,1	4,3
Discount strip	(6)	Puntos básicos (*)	3.035	1.805	1.858	3.400	3.303	3.398	2.957	3.472	3.724
Global 2008	(6)	Puntos básicos (*)	5.310	5.603	5.837	6.343	6.601	6.952	7.088	6.910	7.341
BODEN 2012	(6)	Puntos básicos (*)	1.309	1.359	1.315	1.268	1.466	1.516	1.291	1.092	1.141

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

(\*\*) Anterior metodología. Los datos con la nueva metodología se encuentran en el Cuadro de Indicadores Macroeconómicos trimestrales.

(#) 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

## 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 IN-

DEC, es decir, la estimación correspondiente al cuarto trimestre de 2003 y los datos revisados del tercero. En la segunda sección se comentan los principales indicadores del

### CUADRO 1.1

Estimación del Producto Interno Bruto (\*)

A precios de 1993

Variaciones porcentuales interanuales

Concepto	2002	I Tr 03	II Tr 03	III Tr 03	IV Tr 03	2003
<b>PIB A PRECIOS DE MERCADO</b>	<b>-10,9</b>	<b>5,4</b>	<b>7,7</b>	<b>10,2</b>	<b>11,3</b>	<b>8,7</b>
<b>SECTORES PRODUCTORES DE BIENES (1)</b>	<b>-11,7</b>	<b>11,0</b>	<b>12,5</b>	<b>16,3</b>	<b>17,5</b>	<b>14,4</b>
AGRICULTURA, GANADERIA, CAZA Y SILVICULTURA	-1,7	-3,8	11,9	6,7	8,6	6,9
PESCA	-19,3	7,0	-10,3	6,6	9,7	1,1
EXPLOTACION DE MINAS Y CANTERAS	-3,7	0,5	2,3	5,4	6,7	3,7
INDUSTRIA MANUFACTURERA	-11,0	18,4	12,6	16,2	16,2	15,8
SUMINISTRO DE ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	-3,0	5,3	4,3	9,6	8,5	6,9
CONSTRUCCION	-33,4	16,2	29,5	42,8	45,8	34,3
<b>SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS (1)</b>	<b>-9,2</b>	<b>1,4</b>	<b>3,4</b>	<b>5,2</b>	<b>6,2</b>	<b>4,1</b>
COMERCIO MAYORISTA Y MINORISTA Y REPARACIONES	-18,5	7,3	11,7	13,8	16,1	12,3
HOTELES Y RESTAURANTES	-8,3	11,1	2,1	4,3	5,8	5,9
TRANSPORTE , ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONES	-7,9	2,9	7,5	9,9	12,3	8,2
INTERMEDIACION FINANCIERA	-19,7	-15,5	-13,4	-17,2	-17,0	-15,7
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS, EMPRESARIALES Y DE ALQUILER	-5,6	2,2	2,5	5,8	5,0	3,9
ADMINISTRACION PUBLICA, DEFENSA Y ORGANIZACIONES						
EXTRATERRITORIALES	-0,9	0,2	1,7	1,5	1,0	1,1
ENSEÑANZA, SERVICIOS SOCIALES Y DE SALUD	-0,3	1,5	2,6	3,2	3,4	2,8
OTRAS ACTIVIDADES DE SERVICIOS COMUNITARIAS, SOCIALES, PERSONALES Y SERVICIO DOMESTICO	-9,8	-1,3	1,8	7,5	9,4	4,5
IMPUESTO AL VALOR AGREGADO	-25,5	6,8	10,9	16,2	15,9	12,5
IMPUESTOS A LAS IMPORTACIONES	-55,3	25,0	52,9	61,1	68,7	53,2
<b>SIFMI (2)</b>	<b>-32,8</b>	<b>-31,2</b>	<b>-32,9</b>	<b>-36,3</b>	<b>-41,9</b>	<b>-35,1</b>

(1) A precios de productor.

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

(\*) Estimaciones preliminares.

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

## NIVEL DE ACTIVIDAD

nivel de actividad y los sectores agropecuario y de producción y ventas al mercado interno, así como el desempeño más reciente del Estimador Mensual de la Actividad Económica, del EMI (Estimador 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.

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.

### CUADRO 1.2

#### Estimación del Producto Interno Bruto (\*)

*A precios corrientes*

*Variaciones porcentuales interanuales*

Concepto	2002	I Tr 03	II Tr 03	III Tr 03	IV Tr 03	2003
<b>PIB A PRECIOS DE MERCADO</b>	<b>16,3</b>	<b>38,1</b>	<b>17,7</b>	<b>13,1</b>	<b>17,7</b>	<b>20,4</b>
<b>SECTORES PRODUCTORES DE BIENES (1)</b>	<b>59,1</b>	<b>83,0</b>	<b>23,8</b>	<b>11,9</b>	<b>13,8</b>	<b>26,2</b>
AGRICULTURA, GANADERIA, CAZA Y SILVICULTURA.	163,6	72,4	23,8	4,3	10,9	22,1
PESCA	100,1	85,7	-7,3	5,1	8,2	9,7
EXPLOTACION DE MINAS Y CANTERAS	180,5	126,7	-4,1	-13,6	-1,7	9,8
INDUSTRIA MANUFACTURERA	47,1	96,1	31,4	18,2	14,5	31,9
SUMINISTRO DE ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA	-15,5	13,6	12,2	17,2	14,0	14,4
CONSTRUCCION	-32,0	23,0	48,4	52,7	57,0	46,2
<b>SECTORES PRODUCTORES DE SERVICIOS (1)</b>	<b>-2,1</b>	<b>14,3</b>	<b>9,8</b>	<b>9,4</b>	<b>14,5</b>	<b>11,9</b>
COMERCIO MAYORISTA Y MINORISTA Y REPARACIONES	2,6	29,0	20,5	18,7	20,4	21,7
HOTELES Y RESTAURANTES	-8,6	41,5	19,4	18,2	13,5	23,0
TRANSPORTE, ALMACENAMIENTO Y COMUNICACIONES	1,1	26,7	33,7	28,1	30,4	29,8
INTERMEDIACION FINANCIERA	19,6	18,0	-36,9	-35,1	0,2	-16,7
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS, EMPRESARIALES Y DE ALQUILER	-6,6	3,7	3,5	7,9	7,8	5,8
ADMINISTRACION PUBLICA, DEFENSA Y ORGANIZACIONES						
EXTRATERRITORIALES	-1,5	12,0	15,1	10,7	9,3	11,7
ENSEÑANZA, SERVICIOS SOCIALES y DE SALUD	-5,6	-0,5	8,4	7,6	10,4	6,8
OTRAS ACTIVIDADES DE SERVICIOS COMUNITARIAS, SOCIALES, PERSONALES Y SERVICIO DOMESTICO	-17,0	-0,2	9,1	17,5	26,1	13,4
<b>IMPUESTO AL VALOR AGREGADO</b>	<b>1,4</b>	<b>40,3</b>	<b>20,7</b>	<b>35,4</b>	<b>65,4</b>	<b>41,0</b>
<b>IMPUESTOS A LAS IMPORTACIONES</b>	<b>-17,0</b>	<b>97,1</b>	<b>60,4</b>	<b>64,3</b>	<b>84,7</b>	<b>75,0</b>
<b>SIFMI (2)</b>	<b>-6,1</b>	<b>-38,9</b>	<b>-84,4</b>	<b>-70,6</b>	<b>-20,7</b>	<b>-53,7</b>

(1) A precios de productor.

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

(\*) Estimaciones preliminares.

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales - INDEC

## I. Las Cuentas Nacionales

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

La estimación provisionaria del PIB en el cuarto trimestre de 2003 mostró una variación positiva de 11,3% con relación al mismo período del año anterior (Cuadro 1.1). En particular, los sectores productores de bienes tuvieron durante el cuarto trimestre de 2003 una variación positiva del 17,5%, determinada principalmente por el aumento en el nivel de actividad de la industria manufacturera (16,2%) y de la construcción (45,8%). Los sectores productores de servicios registraron un aumento interanual del 6,2%.

La variación provisionaria del PIB desestacionalizado del cuarto trimestre de 2003 con respecto al tercero de 2003 arrojó una suba de 2,5%.

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 cuarto trimestre de 2003, experimentó un aumento del 5,8% en relación a igual trimestre del año anterior. Los Sectores Productores de Bienes registraron una variación negativa del 3,1% y los Sectores Productores de Servicios un incremento del 7,8%, en ambos casos en relación a igual período del año anterior.

### I.2 Estimaciones provisionarias de la Oferta y la Demanda Globales del cuarto trimestre de 2003

La evolución macroeconómica del cuarto trimestre de 2003 determinó, de acuerdo a estimaciones provisionarias, una variación positiva en la oferta global medida a precios del año 1993, de 13,8% con respecto al mismo período del año anterior (Cuadro 1.3). Este aumento estuvo generado por una variación positiva del PIB de 11,3% y de 52% en las importaciones de bienes y servicios reales.

#### CUADRO 1.3

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

#### A precios de 1993

#### Variaciones porcentuales interanuales

Concepto	2002	I Tr 03	II Tr 03	III Tr 03	IV Tr 03	2003
Producto Interno Bruto a precios de mercado	-10,9	5,4	7,7	10,2	11,3	8,7
Importaciones de Bienes y Servicios	-50,1	15,0	36,2	46,2	52,0	37,6
<b>Oferta y Demanda Globales</b>	<b>-14,9</b>	<b>6,0</b>	<b>9,3</b>	<b>12,3</b>	<b>13,8</b>	<b>10,4</b>
Consumo Privado	-14,4	3,2	7,0	10,4	11,8	8,1
Consumo Público	-5,1	-0,2	3,7	1,9	0,3	1,5
Inversión Interna Bruta Fija	-36,4	21,7	33,1	44,9	48,8	38,1
Exportaciones de Bienes y Servicios	3,1	5,1	7,9	5,4	7,4	6,4

(\*) Estimaciones preliminares.

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales. INDEC



## NIVEL DE ACTIVIDAD

En la demanda global se observó una variación positiva de 48,8% en la inversión interna bruta fija y un aumento de 7,4% en las exportaciones de bienes y servicios reales. El aumento del consumo privado fue de 11,8%, mientras que el consumo público tuvo una variación positiva de 0,3%.

### I.3 Estimaciones del tercer trimestre de 2003

#### I.3.1 Producto interno bruto

Las estimaciones revisadas del tercer trimestre de 2003 muestran una variación positiva del PIB de 10,2% respecto a igual trimestre del año anterior. El valor agregado de los sectores productores de bienes aumentó 16,3% mientras que el de los sectores productores de servicios lo hizo en 5,2%.

El valor agregado de la agricultura, ganadería, caza y silvicultura aumentó 6,7% en el tercer trimestre de 2003, según la estimación preliminar a precios de 1993. Este resultado es consecuencia del incremento del nivel de actividad de todas las ramas del sector: los cultivos agrícolas tuvieron un alza del 4,2%, la cría de animales, 8,1%, mientras que los servicios agrícolas y pecuarios y la silvicultura y extracción de madera crecieron 10,4% y 6,9%,

respectivamente. El valor agregado del sector pesca, observó un alza del 6,6%.

Según estos resultados, el sector agropecuario muestra un aumento del 6,5% en los primeros nueve meses de 2003, comportamiento apoyado en gran medida en las alzas del 8,1%, 8,8% y 12,1% observadas por los cultivos agrícolas, los servicios agrícolas y pecuarios y la silvicultura y extracción de madera, respectivamente, mientras que la cría de animales creció 1,9%. Por su parte, la pesca tuvo una caída de 1,2% durante el período aludido con relación al mismo lapso del año anterior.

En el sector agrícola, la rama cultivo de cereales, oleaginosas y forrajeras creció 10,2% en el tercer trimestre. Los comportamientos de sus componentes fueron diversos ya que mientras los cereales no forrajeros y las oleaginosas mostraron alzas de 3% y 22,3%, respectivamente, los cereales forrajeros y los pastos forrajeros sufrieron bajas, en este caso del 1,4% y 10%, respectivamente.

En el caso de la rama cultivo de hortalizas, legumbres y flores se estimó una baja del 1,4%. En cuanto a la rama cultivo de frutas se calculó una caída de 5,6%. En cambio, los cultivos industria-

#### CUADRO 1.4

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

*A precios corrientes*

*Variaciones porcentuales interanuales*

Concepto	2002	I Tr 03	II Tr 03	III Tr 03	IV Tr 03	2003
Producto Interno Bruto a precios de mercado	16,3	38,1	17,7	13,1	17,7	20,4
Importaciones de Bienes y Servicios	45,8	77,2	21,9	22,7	30,7	33,4
<b>Oferta y Demanda Globales</b>	<b>19,1</b>	<b>41,8</b>	<b>18,2</b>	<b>14,3</b>	<b>19,3</b>	<b>21,8</b>
Consumo Privado	4,5	25,1	22,6	20,2	24,6	23,0
Consumo Público	0,5	14,1	12,5	8,2	15,1	12,4
Inversión Interna Bruta Fija	-1,9	76,2	45,8	45,4	50,4	52,2
Exportaciones de Bienes y Servicios	179,4	84,8	4,3	-9,0	-6,6	8,5

(\*) Estimaciones preliminares.

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales. INDEC

## NIVEL DE ACTIVIDAD

### CUADRO 1.5

A. Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura

B. Pesca y Servicios Conexos

Valor agregado a precios de 1993 (1)

Variaciones porcentuales

Sector	II trim. 02/	II trim. 03/	III trim. 02/	III trim. 03/	9 meses 02/	9 meses 03/
	II trim. 01	II trim. 02	III trim. 01	III trim. 02	9 meses 01	9 meses 02
<b>A. Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura</b>	<b>4,5</b>	<b>11,9</b>	<b>-4,8</b>	<b>6,7</b>	<b>-0,5</b>	<b>6,5</b>
Cultivos Agrícolas	7,1	14,5	-4,6	4,2	2,4	8,1
Cría de Animales	-10,3	-4,1	-5,8	8,1	-8,3	1,9
Servicios agrícolas y pecuarios	12,7	12,8	5,0	10,4	9,3	8,8
Caza	4,4	-23,3	-12,4	28,9	-2,3	-5,1
Silvicultura, extracción de madera y servicios conexos	-10,1	16,9	1,4	6,9	-4,3	12,5
<b>B. Pesca y servicios conexos</b>	<b>-3,7</b>	<b>-10,3</b>	<b>-31,2</b>	<b>6,6</b>	<b>-10,2</b>	<b>-1,2</b>

(1) Estimaciones preliminares

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

les y la producción de semillas mostraron aumentos de 9,3% y 4,5%, respectivamente.

En el sector cría de animales, el valor agregado de la rama cría de ganado bovino tuvo un incremento del 10,4% en el tercer trimestre. También la producción de lana y pelos de ganado tuvo un resultado positivo, en este caso del 19,6%. En cambio,

sufrieron bajas del 0,3%, 0,2%, 12,9%, 12,3% y 8,9%, respectivamente, la cría de ganado ovino, porcino, equino y caprino y la producción de leche. La producción de granja creció 14,7%, debido a las alzas observadas en la cría de aves de corral y la producción de huevos de 20,3% y 9,3%, respectivamente. La apicultura, en cambio, observó una disminución de 56,8%.

### CUADRO 1.6

A. Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura

B. Pesca y Servicios Conexos

Valor agregado a precios corrientes (1)

Variaciones porcentuales

Sector	II trim. 02/	II trim. 03/	III trim. 02/	III trim. 03/	9 meses 02/	9 meses 03/
	II trim. 01	II trim. 02	III trim. 01	III trim. 02	9 meses 01	9 meses 02
<b>A. Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura</b>	<b>218,2</b>	<b>23,8</b>	<b>151,2</b>	<b>4,3</b>	<b>154,6</b>	<b>25,3</b>
Cultivos Agrícolas	284,8	17,6	213,0	-15,9	214,5	18,6
Cría de Animales	15,2	95,0	130,3	14,9	65,2	45,6
Servicios agrícolas y pecuarios	274,9	6,0	123,2	10,4	182,5	14,4
Caza	174,6	-15,0	67,3	103,4	122,6	27,9
Silvicultura, extracción de madera y servicios conexos	4,5	92,2	62,0	30,4	28,2	62,8
<b>B. Pesca y servicios conexos</b>	<b>110,7</b>	<b>-7,3</b>	<b>99,7</b>	<b>5,1</b>	<b>94,0</b>	<b>10,2</b>

(1) Estimaciones preliminares

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

## NIVEL DE ACTIVIDAD

La pesca mostró un aumento del 6,6% debido al aumento del 27,4% del volumen de las capturas de crustáceos con respecto al tercer trimestre del año anterior. Ello atenuó la disminución de 76,4% ocurrida en los desembarcos de moluscos. En tanto, las capturas totales de peces se mantuvieron en el mismo nivel que el mismo período de 2002.

La estimación preliminar del valor agregado a precios corrientes del sector agropecuario en el tercer trimestre de 2003 muestra un aumento de 4,3% con relación a igual período del año pasado. En los primeros nueve meses del año el aumento alcanzó al 25,3%. Ya más atenuados, aún persisten los efectos de la profunda modificación del tipo de cambio ocurrida a lo largo de 2002.

En el tercer trimestre los cultivos agrícolas tuvieron una baja del valor agregado a precios corrientes del 15,9%, mientras que la cría de animales, la silvicultura, extracción de madera y servicios conexos y los servicios agrícolas y pecuarios aumentaron 14,9%, 30,4% y 10,4%, respectivamente. La pesca, por su parte, mostró un alza de 5,1% en el tercer cuarto del año y de 10,2% en los primeros nueve meses.

El sector explotación de canteras y minas registró una suba del 5,4%.

El nivel de actividad de la industria manufacturera registró un crecimiento del 16,2%, respecto de igual período del año anterior de acuerdo a los datos de cámaras empresariales, de diversos organismos oficiales y de la Encuesta Industrial del INDEC, y se observó un incremento de los precios implícitos en el valor agregado del 1,7%.

El sector alimenticio registró un alza del 7,3% en forma agregada con comportamientos disímiles hacia el interior del sector. Las principales ramas que tuvieron un comportamiento ascendente fueron: producción y procesamiento de carne de aves (11,1%), elaboración de fiambres y embutidos, elaboración de aceites y subproductos (4,7%) debido al crecimiento de sus

exportaciones del 5%, molienda de trigo (7,8%), elaboración de azúcar, elaboración de productos de panadería y elaboración de bebidas. Las ramas con comportamiento declinante fueron: matanza de ganado (-0,2%), a pesar del crecimiento de las exportaciones del 8,1%, productos lácteos (-9,5%) y elaboración y conservación de frutas, hortalizas y legumbres. La fabricación de productos del tabaco registró un incremento en su nivel de actividad del 11,1%.

El sector textil continúa experimentando fuertes incrementos, tanto en la fabricación de productos textiles (30,3%), como en la confección de prendas (18,6%).

La fabricación de papel tuvo una variación positiva en su nivel de actividad (13,9%) así como las actividades de edición e impresión que registraron un aumento del 17,2%.

La refinación de petróleo y combustible nuclear creció 27,4% acompañado por un aumento de las exportaciones del 45,1%.

Los sectores vinculados a la construcción registraron comportamientos positivos: la producción de madera y productos de madera creció 11,7%; la fabricación de muebles, 33,9% y la fabricación de materiales para la construcción y otros productos minerales no metálicos, 28,7%.

También experimentaron comportamientos positivos las ramas metalmeccánicas: la industria automotriz registró un incremento en su nivel de actividad del 5,5% a pesar de la caída de las exportaciones del 22,8%; las industrias de metales básicos registraron un incremento del 16% con un crecimiento de la industria siderúrgica del 16,4% y de la elaboración de aluminio del 6,3%, a pesar de las caídas en las exportaciones de ambos sectores del orden del 11,8% y 13,1% respectivamente. Fueron asimismo positivas las variaciones que experimentaron la elaboración de productos de metal (33,3%), la producción de maquinaria y equipo (20,1%) y la fabricación de maquinaria y aparatos eléctricos (60,1%).

## NIVEL DE ACTIVIDAD

### CUADRO 1.7

Industria Manufacturera - Valor agregado a precios de 1993

*Variación porcentual interanual*

Sector	I trim. 02/II trim. 02.II trim. 02.V trim. 02				2002/	I trim. 03/II trim. 03.II trim. 03		
	I trim. 01	II trim. 01	III trim. 01	IV trim. 01	2001	I trim. 02	II trim. 02	III trim. 02
<b>D - INDUSTRIA MANUFACTURERA</b>	-22,1	-16,6	-6,6	2,4	-11,0	18,4	12,6	16,2
<b>Industria Manufacturera</b>	-23,9	-17,4	-6,0	2,2	-11,5	21,5	14,3	16,4
<b>Impuestos Específicos</b>	-5,1	-8,5	-12,6	4,3	-5,4	-3,8	-2,6	14,4
Elaboración de productos alimenticios y bebidas	-9,9	-9,3	-0,8	-0,9	-5,2	8,7	4,7	7,3
Elaboración de productos de tabaco	-4,6	5,7	1,5	16,4	4,7	10,9	7,4	11,1
Fabricación de productos textiles	-55,5	-54,3	-20,6	-3,0	-36,2	103,4	75,0	30,3
Fabricación de prendas de vestir; terminación y teñido de pieles	-47,0	-54,7	-29,9	4,3	-33,8	68,1	67,3	18,5
Curtido y terminación de cueros; fabricación de maletas, bolsos de mano, artículos de talabartería y guarnicionería, y calzado	-25,8	-0,6	23,9	37,1	7,6	47,2	17,9	30,3
Producción de madera y fabricación de productos de madera y corcho, excepto muebles; fabricación de productos de paja y de materiales trenzables	-23,7	3,9	22,3	29,9	7,2	33,9	14,6	11,7
Fabricación de papel y de productos de papel	-19,1	-3,7	-2,4	-7,6	-8,0	25,5	-1,3	13,9
Actividades de edición e impresión y de reproducción de grabaciones	-31,7	-22,2	-5,9	4,7	-13,3	20,9	14,9	17,2
Fabricación de coque, productos de la refinación del petróleo	-7,8	-11,9	-19,2	-10,4	-12,4	-11,4	-6,1	27,4
Fabricación de sustancias y productos químicos	-14,0	-11,6	-6,9	-6,4	-9,6	10,6	7,8	13,3
Fabricación de productos de caucho y plástico	-16,2	-9,1	-2,2	5,0	-6,1	15,3	1,5	18,9
Fabricación de otros productos minerales no metálicos	-42,7	-21,0	-9,5	18,1	-15,7	43,4	25,8	28,7
Fabricación de metales comunes	-24,6	-5,2	6,8	19,6	-1,7	36,1	20,0	16,0
Fabricación de productos elaborados de metal, excepto maquinaria y equipo	-54,0	-36,5	-21,2	3,4	-28,8	65,5	32,0	33,2
Fabricación de maquinaria y equipo n.c.p.	-14,0	-8,8	8,4	23,1	1,8	25,3	30,5	20,1
Fabricación de maquinaria de oficina, contabilidad e	-84,1	-58,7	-67,2	-34,0	-62,2	180,2	14,1	52,5
Fabricación de maquinaria y aparatos eléctricos n.c.p.	-73,4	-64,2	-44,3	-16,2	-51,3	97,1	90,3	60,1
Fabricación de equipo y aparatos de radio, televisión y comunicaciones	-73,4	-41,9	-82,0	-66,2	-63,9	44,1	87,1	95,8
Fabricación de instrumentos médicos, ópticos y de precisión y fabricación de relojes	-59,5	-45,6	-29,3	-6,4	-35,6	67,4	22,8	37,4
Fabricación de vehículos automotores, remolques y semirremolques	-33,3	-20,6	0,6	32,8	-8,9	41,8	-0,3	5,5
Fabricación de otros tipos de equipo de transporte	-46,0	-41,2	4,5	43,8	-16,2	49,7	39,1	-5,6
Fabricación de muebles; industrias manufactureras n.c.p.	-51,1	-54,3	-32,1	-7,4	-38,6	38,7	67,8	33,9

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Nacionales. INDEC

El sector suministro de electricidad, gas y agua se expandió 9,6%. La demanda neta interna del mercado eléctrico mayorista (total país), experimentó un aumento del 9,2%. La generación térmica y nuclear presentaron aumentos del 29% y del 61%, respectivamente, mientras que la generación hidráulica registró una baja del 0,3%. El gas natural entregado a red observó un aumento de 11,6%. El consumo de gas residencial, el comercio, las usinas eléctricas y el gas natural comprimido tuvieron comportamientos expansivos del 11,9%, 10,1%, 28,2% y 34% respectivamente. En cambio, la industria y los entes oficiales tuvieron comportamientos de signo negativo del 2,1% y 11%, respectivamente. Los metros cúbicos de agua librada al servicio, estimados para el total del país, presentaron un aumento del 2,5%.

El sector construcciones tuvo una suba de 42,8%. Este aumento se explica por el mayor nivel de la demanda de puestos de trabajo equivalentes del empleo formal e informal, que aumentó un 42,4%. Por su parte, la demanda aparente de insumos disminuyó 43,1% interanual. Ambas variables se utilizan para las estimaciones trimestrales de coyuntura. El indicador de permisos de edificación creció 34,1%, anticipando un cambio en las expectativas de oferta futura de edificaciones para los próximos meses.

El sector comercio mayorista y minorista y reparaciones se extendió un 13,8% mientras que el sector restaurantes y hoteles también presentó un incremento, en este caso del 4,3%.

El sector transporte, almacenamiento y comunicaciones mostró un aumento de 9,9% originado en incrementos de los subrubros transporte y almacenamiento (11,1%) y comunicaciones (8,4%).

El sector intermediación financiera disminuyó 17,2% debido a una baja en la actividad de las entidades financieras (-22,8%). Los servicios de seguros y de administradoras de fondos de jubilaciones y pensiones mostraron, en cambio, una suba del 12,7%.

Los servicios auxiliares, que incluyen los servicios de administración de mercados financieros, los servicios bursátiles de mediación o por cuenta de terceros, las casas y agencias de cambio y los servicios auxiliares de seguros presentaron una disminución del 3%. Por su parte, las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler experimentaron una variación positiva de 5,8%.

Los sectores administración pública, defensa y organizaciones extraterritoriales presentaron un alza de 1,5% y también fue positivo el desempeño de los sectores enseñanza, servicios sociales y salud que crecieron 3,2%. Los sectores otras actividades de servicios comunitarias, sociales, personales y el servicio doméstico, en cambio, registraron una variación negativa de 7,5%.

### I.3.2 Oferta y Demanda globales

La evolución macroeconómica del tercer trimestre de 2003 con respecto a igual período del año anterior, evidenció una variación positiva de la oferta global medida a precios de 1993 de 12,3%, explicada por un aumento de 10,2% en el PIB y del 46,2% en las importaciones de bienes y servicios reales. En cuanto a los componentes de la demanda global se observaron variaciones positivas en el consumo privado (10,4%), en la inversión interna bruta fija (44,9%), en las exportaciones de bienes y servicios reales (5,4%) y en el consumo público (1,9%).

## II. Indicadores de la Actividad económica

### II.1 Estimador Mensual de Actividad Económica

La evolución más reciente de las cuentas nacionales puede visualizarse a través del Estimador mensual de actividad económica<sup>1</sup> calculado por el INDEC. Este mostró en enero una nueva variación interanual positiva que es la catorceava consecutiva 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.

ascendió a 9,9%, magnitud similar a las variaciones del PIB en los trimestres anterior, hecho que estaría indicando un mantenimiento del crecimiento.

El índice, con base en el año 1993, se ubicó en enero de 2004 en un valor de 102,2 nivel superior al de los 2 años previos pero inferior al de igual mes de 2001.

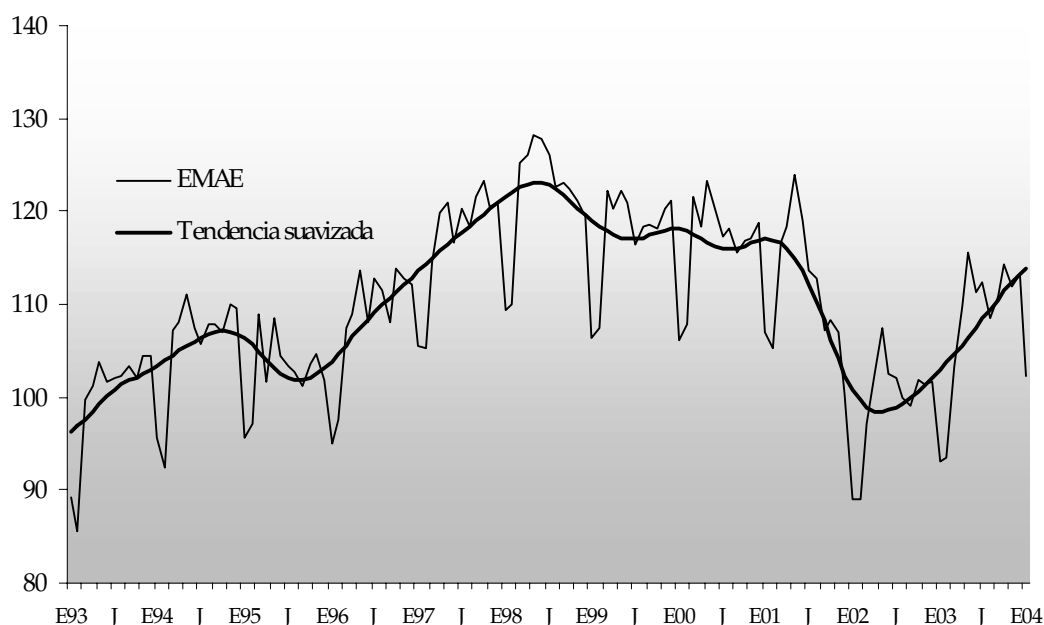
En términos de la serie desestacionalizada, el incremento con respecto al mes anterior también arrojó una cifra positiva (1,8%) al igual que en los meses previos desde agosto del 2002. La variación de la tendencia suavizada (0,7%) también continúa la trayectoria de expansión iniciada en el segundo semestre de 2002.

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

### II.2.1 Situación general

En 2003 el sector agropecuario mostró una significativa recuperación después de tres años de acompañar, aunque en forma más atenuada, el largo proceso recesivo que atravesó la economía argentina. Según la estimación preliminar de la Dirección Nacional de Cuentas Nacionales del INDEC (DNCN-INDEC) el sector observó un aumento del nivel de actividad del 6,9% con respecto al año 2002. Se trata del mejor desempeño desde 1998, cuando había tenido un alza del 9,5%, y constituye el valor agregado más alto de la serie comenzada en 1993, 6,4%

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



por encima del nivel alcanzado en 1999, el mayor registrado antes del año que se analiza.

El importante crecimiento sectorial comenzó a perfilarse a partir del segundo trimestre de 2003, el cual mostró un aumento del 11,9% cimentado en el impacto de la cosecha récord de soja, que tiene su mayor incidencia en dicho período. Continuó luego en los dos últimos trimestres del año, merced a la recuperación observada en las actividades pecuarias y también en el aumento de la producción de trigo, esta última con fuerte participación en el cuarto trimestre.

Por su parte, la Pesca mostró un aumento del 1,2%, según las estimaciones de la DNCN-INDEC basadas en la estadística de desembarcos de la Dirección Nacional de Pesca y Acuicultura de la Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos (SAGPyA), ya que si bien la actividad mostró gran dinamismo durante el año, ciertas restricciones atenuaron el resultado global, particularmente a causa de la reducción de las capturas de calamar.

Las estimaciones del nivel de actividad agropecuaria del cuarto trimestre de 2003 muestran comportamientos positivos en todas las ramas del sector. Los Cultivos Agrícolas, la Cría de Animales, los Servicios Agrícolas y Pecuarios y la Silvicultura y Extracción de Madera tuvieron alzas del 9,9%, 7,8%, 6,7% y 2,6%, respectivamente. Cabe destacar, particularmente, el resultado de la rama Cría de Animales, ya que a partir del tercer trimestre y por primera vez después de 14 períodos consecutivos de caídas en su nivel de actividad, comenzó a mostrar resultados positivos en sus principales componentes. En el cuarto trimestre fueron determinantes las alzas en la Cría de Ganado Bovino, la Cría de Aves de Corral y en las Producciones de Huevos y de Lana y pelos de ganado, las cuales crecieron 9,6%, 26,3%, 11% y 12,1%, respectivamente.

Durante 2003 continuó el proceso de ajuste de los precios relativos sectoriales provocado por la devaluación del peso iniciada en enero de 2002. Sin embargo, esa evolución se detuvo en el tercer trimestre y avanzó apenas en forma leve en el cuarto. De todos modos, en 2003 los precios implícitos en el valor agregado tuvieron un alza de 14,2%, con una mejora relativa respecto del resto de los precios de la economía, ya que los implícitos en el PIB a precios de productor crecieron 9,9%. El comportamiento fue diverso en las distintas ramas del sector. Así, los de los Cultivos Agrícolas mostraron un aumento de 9,5%, apenas inferior al de los implícitos en el PIB, en tanto que los de la Cría de Animales y la Silvicultura y Extracción de Madera mostraron aumentos de 26,4% y 31,9%, respectivamente. En cambio, los precios implícitos de la rama Servicios Agrícolas y Pecuarios crecieron sólo 5%.

Los precios internos de los principales cereales y oleaginosas (con excepción de los de la soja) sufrieron una declinación en términos nominales en el cuarto trimestre de 2003 con relación al mismo período del año 2002, como consecuencia de la apreciación del peso entre ambos trimestres, ya que el tipo de cambio cayó 21,6%. Las bajas se vieron atenuadas por el alza de los precios de exportación; en el caso de la soja dicha alza superó la disminución del tipo de cambio.

Así mientras los precios domésticos del maíz, el trigo, el sorgo y el girasol, tuvieron bajas de 15,6%, 10,5%, 19,9% y 5,6%, respectivamente, y los de la soja un aumento del 4,3%, los valores FOB sobre puertos argentinos mostraron incrementos generalizados. En los mismos casos señalados, los precios FOB subieron 4,1%, 11,4%, 9,9%, 9,7% y 29,6%, respectivamente.

Durante el primer trimestre de 2004, los precios FOB continuaron mostrando una notable firmeza. El caso de la soja fue, por lejos, el más significativo, ya que su precio de exportación

aumentó nada menos que 45,7% con respecto a igual período de 2003, alcanzando un récord histórico en su nivel de precios. Pero también fueron importantes los aumentos en los demás productos, ya que los precios FOB del maíz aumentaron 14,8%, los del sorgo 11,6%, los del trigo 7,6% y los del girasol 11,8%. El aumento de los precios constituyó un incentivo adicional para las decisiones de siembra de soja, ya que las coberturas del ciclo 2003/04 se incrementaron en casi un millón y medio de hectáreas con respecto a las de la campaña anterior.

El alza de los precios internacionales en los períodos comentados es consecuencia de las disminuciones en las existencias, las bajas en los volúmenes de producción de Estados Unidos y de otros países exportadores, de la sostenida demanda de los países importadores, especialmente China, y a la fortaleza del euro frente al dólar.

Con este marco y contando con una abundante oferta de granos, el sector externo se verá fortalecido en 2004 por un importante aumento de las exportaciones de productos primarios y manufacturas de origen agropecuario.

Por su parte, los precios del ganado vacuno (promedio nominal de todas las categorías en el Mercado de Liniers) bajaron 7,6% en el cuarto trimestre de 2003 con relación a igual período de 2002. En el primer trimestre de 2004 las cotizaciones cayeron 4,6% respecto a igual período de 2003 y también lo hicieron respecto al último trimestre de 2003, en este caso, 1,6%. Aún con estos movimientos, los precios reales siguen siendo favorables para el desempeño de la ganadería vacuna, lo cual queda reflejado en el crecimiento que observó esta rama de actividad en el segundo semestre de 2003 y que se mantendría en 2004.

En buena medida se superaron los problemas derivados de la sequía o la falta de lluvias que afectó las actividades agrarias desde principios de octubre de 2003 y que afectó a amplias zonas de varias provincias, causando daños en cultivos de cose-

cha fina y en las pasturas, demoras en las labores agrícolas de la cosecha gruesa y mortandad, pérdida de peso y de pariciones en los ganados criados a campo. En el curso del último trimestre de 2003 y en la primera parte de 2004 se fueron superando las deficiencias hídricas en varias zonas, pero en forma muy dispar. Consecuentemente, habrá resultados diversos en los rendimientos de la cosecha gruesa según hayan sido las condiciones del tiempo que acompañaron el desarrollo de los cultivos.

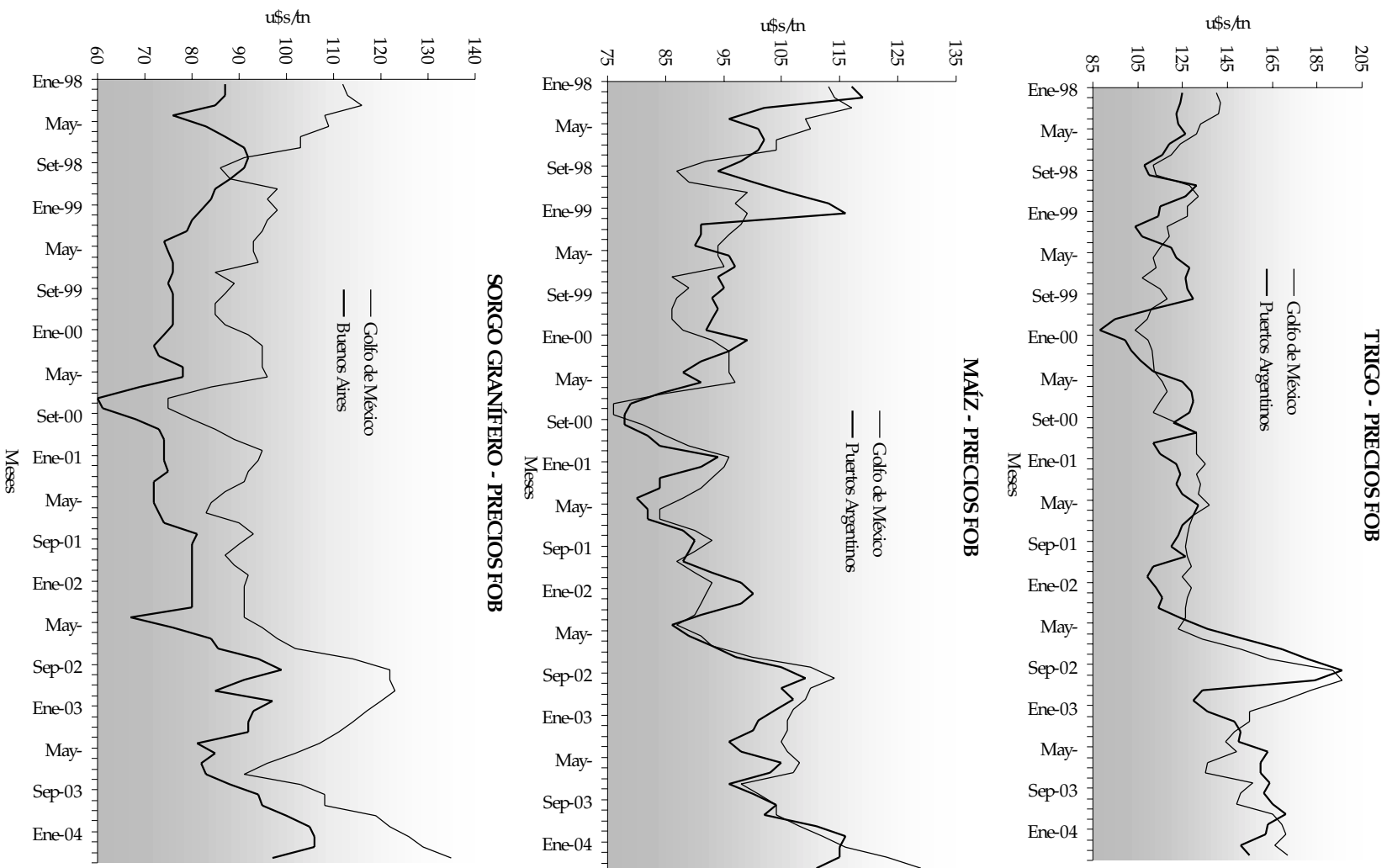
### II.2.2 Situación y perspectivas de la producción de granos

Las estimaciones de la SAGPyA correspondientes a la campaña agrícola 2003/04 indican que la superficie cultivada con cereales disminuiría nuevamente, tal como ocurrió en 2002/03, en este caso 3,4% con respecto a dicho período. La reducción equivale a una superficie de casi 400.000 hectáreas, según los cálculos más recientes de dicha fuente. De ese total, el 70% corresponde a la reducción operada en la superficie cubierta con trigo, que fue 4,5% inferior a la del ciclo anterior. Para este cultivo la fuente estimó que la cosecha fue de 14,5 millones de toneladas, 17,9% más alta que la del ciclo anterior; cabe señalar que esta estimación supera en 2 millones de toneladas a la informada en la edición anterior de esta publicación, debido a que la fuente corrigió en forma severa sus cálculos anteriores basados en informes que pronosticaban pérdidas o bajos rendimientos debidos a la sequía en distintas zonas de producción. Finalmente esto ocurrió en un área mucho menor a la pronosticada y, en cambio, otras zonas tuvieron rendimientos relativamente altos que dieron lugar a una cosecha mucho más abundante a la esperada.

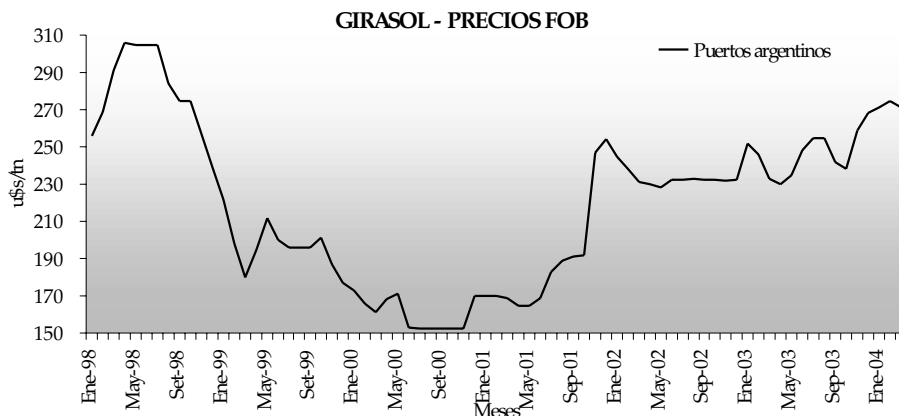
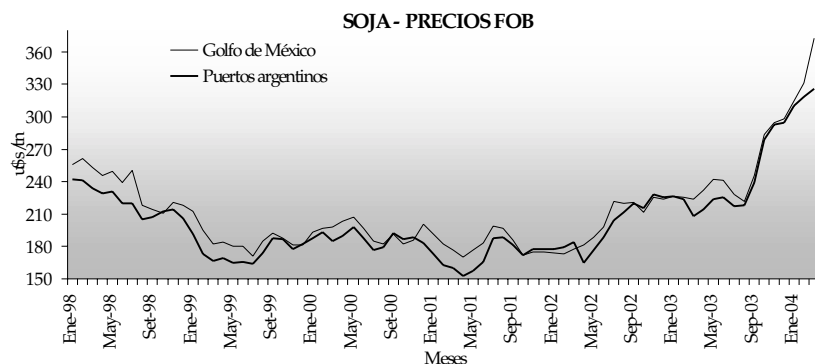
La superficie cultivada con maíz sería un 6,6% inferior a la del ciclo pasado. También se han estimado bajas en la superficie cultivada con alpiste y sorgo granífero; las mismas serían del 9,3% y 15,8%, respectivamente. En cambio, se habrían registrado aumentos de 28,9% en arroz, 25,6% en cebada cervecera y 1,7% en avena.



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



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



\*) Estimado.

Fuente: DNCN, con datos del SIIAP-SAGPyA.

Un comportamiento variado tuvieron las oleaginosas, ya que si bien la superficie total se habría incrementado 6,7% (alza equivalente a una superficie de más de 1 millón de hectáreas por encima de la del ciclo anterior), algunos cultivos se habrían expandido mientras que otros habrían reducido sus coberturas.

En el primer caso, la SAGPyA estima que hubo un aumento del 11,8% en la superficie con soja, lo cual representa casi 1 millón y medio de hectáreas más que en el ciclo pasado, registrándose así un nuevo récord de siembra de este cultivo con 14,1 millones de hectáreas. No obstante, la primera estimación relativa a la cosecha de soja, pronostica un volumen de producción de 34,7 millones de toneladas, 0,3% inferior a la del ciclo pasado. También habrían crecido fuertemente las superficies dedicadas al lino, al cártamo y la colza, en proporciones del 85,7%, 30,4% y 25%, respectivamente.

En el segundo caso, mientras que para el girasol la SAGPyA estimó una baja del 20,1%, equivalente a 478.000 hectáreas con respecto al ciclo anterior, para el maní también se estimó una menor cobertura, en este caso del 12,1%. En ambos cultivos, las superficies no cubiertas en su mayor parte fueron destinadas a la soja.

En tanto, la producción total de cereales y oleaginosas de la campaña 2002/03 habría alcanzado a 70,69 millones de toneladas, un 2,2% más que la del ciclo pasado, marcando un nuevo récord en el volumen de cosecha del principal grupo de cultivos del país. Ello tiene que ver también con que se alcanzó un récord de 27,36 millones de hectáreas sembradas, un 1,1% más que en la campaña anterior. Según las proyecciones actuales la producción total de la campaña 2003/04 resultaría algo menor, unas 69,9 millones de toneladas o sea 1,1% inferior a la del ciclo pasado, pero aún falta concretar una parte muy importante de la recolección para confirmar o modificar este pronóstico inicial.

### II.2.3 Situación de otros cultivos

Las estimaciones disponibles de cultivos extrapampeanos de la campaña 2002/03 señalan que se produjo una baja en la superficie sembrada con algodón hasta llegar a un mínimo de 157.930 hectáreas, un 8,8% menos que en el ciclo anterior. Es la menor siembra de los últimos 70 años. La producción, por su parte, habría alcanzado a 197 mil toneladas, un 9,6% menos que la del ciclo anterior.

La producción de vid para vinificar, según la estimación del Instituto Nacional de Vitivinicultura, creció el 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. La cosecha de caña de azúcar fue cercana a los 17 millones de toneladas, con un aumento del 15% con respecto a la del período pasado.

Se ha estimado también una disminución de 21,7% en la siembra de poroto seco, lo cual representa unas 57 mil hectáreas menos que las cultivadas el ciclo 2001/02 pasado. La producción, por su parte, se habría reducido 22,7%, con una disminución de 63 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, de 16,5% y 1%, respectivamente; en cambio, la producción de papa se habría reducido 1,2%. En el caso de las frutas se presentan situaciones disímiles: aumentó 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 de 19% en pera, 13% en manzana, 43,5% en ciruela y 20,6% en durazno. En las segundas, se estiman bajas de 13,7% en el caso del limón y 19,4% en naranja.

Para la campaña 2003/04 la SAGPyA ha corregido a la baja su

## NIVEL DE ACTIVIDAD

**CUADRO 1.8**  
Indicadores de la Actividad Agropecuaria y la Pesca (\*)

I. Producción agrícola (en tn.)				4. Superficie sembrada con cereales, oleaginosas, algodón y poroto (en ha.)			
Productos	Campaña		Var. %	Cultivos	Campaña		Var. %
	2001/02	2002/03			2002/03	2003/04	
<b>Cereales</b>				<b>Cereales</b>			
- Arroz	709.000	718.000	1,3	. Alpiste	19.000	16.000	-15,8
. Maíz	14.710.000	15.040.000	2,2	. Arroz	135.000	174.000	28,9
. Sorgo	2.847.000	2.685.000	-5,7	. Avena	1.368.000	1.391.000	1,7
. Trigo	15.292.000	12.301.000	-19,6	. Cebada cervecera	270.000	339.000	25,6
. Otros cereales (1)	1.300.100	1.168.000	-10,2	. Cebada forrajera	14.000	20.000	42,9
<b>Total cereales</b>	<b>34.858.100</b>	<b>31.912.000</b>	<b>-8,5</b>	. Centeno	338.000	340.000	0,6
<b>Oleaginosas</b>				<b>Oleaginosas</b>			
. Girasol	3.843.000	3.714.000	-3,4	. Maíz	3.084.000	2.880.000	-6,6
. Lino	16.000	11.000	-31,3	. Mijo	50.000	50.000	0,0
. Maní	362.000	220.000	-39,2	. Sorgo granífero	593.000	538.000	-9,3
. Soja	30.018.000	34.800.000	15,9	. Trigo	6.300.000	6.015.000	-4,5
- Otras oleaginosas (2)	65.000	33.950	-47,8	<b>Total I</b>	<b>12.171.000</b>	<b>11.763.000</b>	<b>-3,4</b>
<b>Total oleaginosas</b>	<b>34.304.000</b>	<b>38.778.950</b>	<b>13,0</b>	<b>Oleaginosas</b>			
<b>Cultivos Industriales</b>				<b>Oleaginosas</b>			
. Algodón	218.000	197.050	-9,6	. Cártamo	23.000	30.000	30,4
. Caña de azúcar (3)	14.741.789	16.954.757	15,0	. Colza	8.000	10.000	25,0
. Tabaco (3)	98.110	125.431	27,8	. Girasol	2.378.000	1.900.000	-20,1
. Té (4)	298.788	297.923	-0,3	. Lino	14.000	26.000	85,7
. Uva para vinificar	2.157.501	2.219.327	2,9	. Maní	157.000	138.000	-12,1
. Yerba mate (3)	310.000	285.000	-8,1	. Soja	12.607.000	14.100.000	11,8
<b>Hortalizas y Legumbres</b>				<b>Total II</b>	<b>15.187.000</b>	<b>16.204.000</b>	<b>6,7</b>
. Ajo	125.228	145.891	16,5	<b>Total I+II</b>			
. Cebolla	645.821	651.951	0,9		<b>27.358.000</b>	<b>27.967.000</b>	<b>2,2</b>
. Papa	2.119.249	2.094.525	-1,2	<b>Otros</b>			
. Poroto seco	278.000	215.000	-22,7	. Algodón	157.930	264.300	67,4
<b>2. Producción pecuaria</b>				. Poroto seco	206.000	243.000	18,0
	<b>2002 (IV trim)</b>	<b>003 (IV trim)</b>	<b>%</b>	<b>Total III</b>	<b>363.930</b>	<b>507.300</b>	<b>39,4</b>
. Vacunos - faena (5)	2.332.200	2.896.806	24,2	<b>Total I+II+III</b>			
. Porcinos - faena (5)	518.640	464.758	-10,4		<b>27.721.930</b>	<b>28.474.300</b>	<b>2,7</b>
. Aves - faena (6)	79.724	90.958	14,1	<b>3. Pesca</b>			
. Leche (7)	2.195.335	2.222.029	1,2	. Capturas marítimas (8)	183.145	206.880	13,0

(\*) Estimaciones provisionarias. Información disponible al 7 de abril de 2004.

(1) Incluye alpiste, avena, cebada cervecera, cebada forrajera, centeno y mijo.

(2) Incluye cártamo y colza.

(3) Los datos corresponden a las campañas 2000/01 y 2001/02.

(4) Estimada sobre la base del volumen de exportaciones y consumo interno. Los datos corresponden a las campañas 2000/01 y 2001/02.

(5) Faena fiscalizada por el SENASA, en cabezas.

(6) Faena fiscalizada por el SENASA, en miles de aves.

(7) En miles de litros.

(8) En toneladas.

**Fuente:** Dirección Nacional de Cuentas Nacionales con datos de la SAGPyA, SENASA, INV y fuentes privadas.

estimación anterior de la superficie sembrada con algodón, según la cual se lograrían 313.700 hectáreas. Ahora la fuente ha estimado un área de 264.700 mil hectáreas, un 67,4% más alta que la del ciclo anterior.

### II.2.4 Situación de las actividades pecuarias

En el cuarto trimestre de 2003 la oferta registrada de ganado vacuno para faena comercial, expresada en cabezas, creció el 24,9% con relación a igual lapso del año pasado. De tal modo, en el año se produjo un aumento del 7,7% con respecto al volumen del año 2002.

Durante la segunda mitad de 2002, el dinamismo de la demanda por ganado provino básicamente de la recuperación del sector exportador, lo cual se reflejó en fuertes aumentos de los precios internos de la hacienda en pie. Esa dinámica se aplacó en el primer trimestre de 2003, aunque en ello tuvo que ver la disminución del 12% del tipo de cambio observada en el período; así, 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, comparado con el primer trimestre de 2002, el precio nominal creció 134,6% y el precio real 28,3%.

En el segundo trimestre estas tendencias se mantuvieron, con bajas de 4,9% y 7,4%, respectivamente, en los precios nominal y real con relación al primer trimestre. Pero en comparación con el segundo trimestre de 2002 se observaron aumentos de 40,2% y 17,4% en ambos indicadores.

En el tercer trimestre se observó una leve mejoría en los niveles nominal y real de los precios, no obstante verse afectados por el impacto que causó la reaparición de un foco aftósico, aunque en un lugar del noroeste relativamente alejado de los principales centros de producción y rápidamente controlado por las autoridades sanitarias. Sin embargo, desde mediados del año 2003 se observó un paulatino fortalecimiento de la demanda interna,

que es el principal destino de la producción de carne ya que absorbe casi el 87% de la oferta.

En el último trimestre de 2003 el precio nominal del novillo bajó 8,4% respecto al observado en el mismo período de 2002, pero volvió a crecer, en este caso un 1,2%, con relación al tercer trimestre. En términos reales bajó 7,9% y 0,7%, respectivamente. Hay que notar que en diciembre hubo un nuevo repunte de los precios, apoyado en la firmeza del mercado interno.

En el primer trimestre de 2004 el precio del novillo en Liniers mostró una baja de 2,8% con respecto al de igual período de 2003, pero subió 2,4% con relación al último trimestre de 2003. En términos reales bajó 5% con respecto al mismo trimestre del año pasado, pero subió 0,1% con respecto al cuarto trimestre.

Las exportaciones de carnes bovinas, según estimaciones preliminares, habrían crecido alrededor de 25% en 2003 con respecto al año anterior, merced al incremento de 7% en los volúmenes embarcados y de 17% en los precios obtenidos, a pesar que éstos se ubican todavía un 17% por debajo de los recibidos en 2000, antes de la crisis de la fiebre aftosa.

Mientras tanto, la faena de ganado porcino que fiscaliza el SENASA volvió a caer, en este caso un 10,4% en el cuarto trimestre de 2003 con relación a igual período de 2002. En cambio, continúa recuperándose con firmeza la faena de aves, para la cual se estimó un alza de 14,1%, revirtiendo la profunda contracción que sufrió esta actividad el año pasado. Las causas de esta recuperación se vinculan tanto con el aumento de la demanda interna como con una interesante expansión de las exportaciones de carne aviar, las cuales apuntan a alcanzar sus mayores niveles históricos.

Por su parte, la producción de leche de vaca observó su primera recuperación en casi tres años, ya que en el cuarto trimestre de

2003 se estimó un aumento de 1,2% con respecto a igual período del año 2002. No obstante, la producción lechera de 2003 resultó la más baja de los últimos diez años.

### II.2.5 Situación de la Pesca

En el cuarto trimestre de 2003 el volumen total de desembarcos de la pesca marítima, aumentó 13% 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 207 mil toneladas, frente a las 183 mil toneladas de igual lapso del año anterior. Aunque en forma dispar, el aumento alcanzó a todas las especies: los desembarcos de pescados crecieron 7,9%, los de moluscos 175,5% (partiendo de un volumen muy bajo) y los de crustáceos 67,9%. De tal modo, en 2003 se produjo un leve aumento, el 0,9%, del total de capturas con respecto a las del año 2002. Hubo un crecimiento de 6,4% en los desembarcos de pescados y de 10,9% en los de crustáceos, pero disminuyó 19,8% la captura de moluscos.

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

En la industria, el alza que se registró durante el cuarto trimestre de 2003 (16,2%) fue la quinta consecutiva de modo que logró recuperar los niveles productivos vigentes en 1999 y le permitió acumular una suba de 15,8% al cabo del año. El mayor dinamismo que exhibió, con respecto al PIB total, determinó un incremento de la participación en un punto porcentual que pasó de 15,4% en 2002 a 16,4% en 2003, a valores constantes. La participación a valores corrientes (22,3%), en tanto, superó el 20,3% que detentaba el año anterior.

Después de la construcción, fue uno de los sectores que más incrementó su valor agregado en el período. A precios corrien-

tes, los \$ 90.785 millones del cuarto trimestre representaron un alza interanual de 14,5% y 31,9% para el total del año. Con posterioridad, el EMI también mostró variaciones positivas, tanto en la comparación interanual (12,2% y 14,1%, en los meses de enero y febrero) como a través de la serie desestacionalizada, cuyos incrementos con respecto al mes anterior alcanzaron a 3,4% y 0,9%, en los meses mencionados. El incremento productivo estuvo acompañado con una nueva recuperación del empleo. Según la Encuesta Industrial que efectúa el INDEC los obreros ocupados aumentaron, en el cuarto trimestre, 8,3% y las horas trabajadas 10,9%, verificándose los mayores incrementos en las ramas de textiles, tabaco, y metalmecánica. Cerrado el año 2003 el incremento en los obreros ocupados alcanzó a 5,2%, en las horas trabajadas al 11,9% y 22% en los salarios nominales por obrero. No obstante, la productividad se mantuvo creciendo ya que el crecimiento que registró el producto superó al del empleo.

Se observó en el período un nuevo aumento en los precios de las exportaciones superior al que registraron las importaciones, provocando una mejora en los términos del intercambio (1,2% en el cuarto trimestre). Al cabo del año el buen desempeño de los precios internacionales de los productos primarios, combustibles y las manufacturas de origen agropecuario favoreció la expansión de las exportaciones cuyo valor creció 14,1%, con un incremento de las cantidades vendidas (5,3%), algo por debajo de la evolución de los precios (8,5%). El comportamiento de las manufacturas de origen industrial (MOI), sin embargo, no fue tan positivo ya que el ligero incremento en el valor (0,9%) se debió a un modesto incremento en las cantidades (3%) acompañado de una baja en los precios (-2,1%) (Cuadro A4.11 del Apéndice Estadístico). Este moderado incremento en las cantidades de MOI exportadas se debió al efecto contrapuesto que tuvieron las mayores ventas de productos químicos y conexos (28,2%), por un lado, y las reducciones en los metales comunes y sus manufacturas (-10,3%) y material de transporte (-5,4%), por otro.

## NIVEL DE ACTIVIDAD

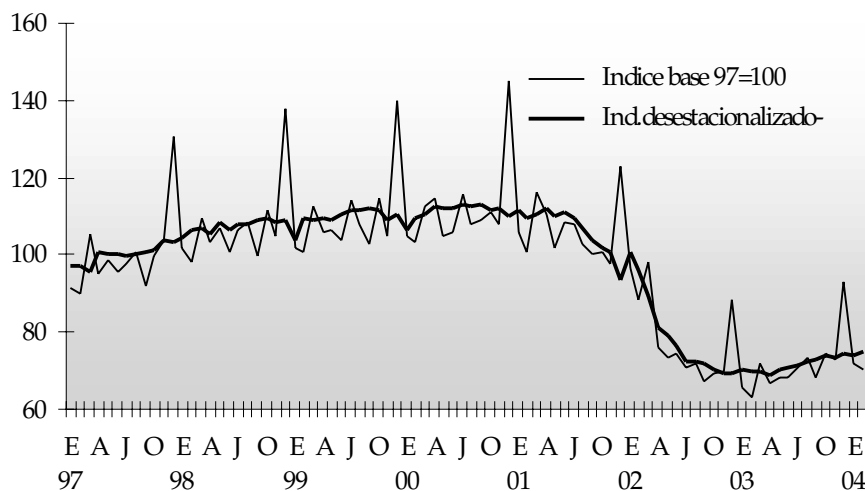
En el cuarto trimestre más del 86% de los indicadores de producción seleccionados exhibió tasas de variación interanual positivas. La difusión de la recuperación afianza la trayectoria de signo positivo. En cuanto a los de ventas, también hubo un predominio de alzas, revirtiendo los signos negativos observados hasta fines del año anterior<sup>2</sup>.

La estimación de las ventas realizadas por los supermercados<sup>3</sup> (Encuesta del INDEC) reflejó en enero y febrero nuevos incrementos de las cantidades (9,1% y 12,1%), luego de la baja que sufrieran el año anterior (-9,1%) como consecuencia del recorrido que siguieron las ventas en el primer semestre, ya que en el segundo comenzaron a recuperarse en términos interanuales. Si bien la serie desestacionalizada mostró una baja en enero (-0,4%) con relación a diciembre, en febrero volvió a crecer (1,1%), mientras que la tendencia-ciclo se mantuvo creciendo en ambos meses. Con respecto a la evolución por tipo de artículos, en

el cuarto trimestre se notó que siguieron creciendo las ventas de alimentos, así como limpieza y perfumería, pero mostraron una marcada aceleración las de indumentaria y electrónicos (31,9% y 68,3%, respectivamente). No obstante a nivel anual se nota un avance del gasto en alimentos y bebidas, también influido por el desempeño del primer semestre (Gráfico 1.3). La evolución positiva del consumo aparece ligada con la desaceleración de la inflación ya que el incremento de los precios, alcanzó a 1,3% en el cuarto trimestre y 0,2% en enero y -1,4% en febrero. Otro elemento a destacar es el proceso que siguieron las ventas por jurisdicción. En el gráfico que sigue se ordenan por orden decreciente de acuerdo a la variación de las ventas por boca de expendio (Gráfico 1.4). Se puede apreciar la mejora en las ventas de provincias y regiones del interior con respecto al cambio observado en la Ciudad de Buenos Aires y el conurbano, aunque cabe destacar que en Entre Ríos, Neuquén y Otras provincias del Centro y del Oeste donde los incrementos su-

### GRAFICO 1.3

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



<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> El INDEC estima el último mes expandiendo los resultados obtenidos en 29 cadenas relevadas que cubren aproximadamente el 97% de las ventas.

## NIVEL DE ACTIVIDAD

peraron el 20%, el número de bocas se redujo. En cambio, en la ciudad de Buenos Aires y en Otras provincias del Sur la cantidad de bocas aumentó.

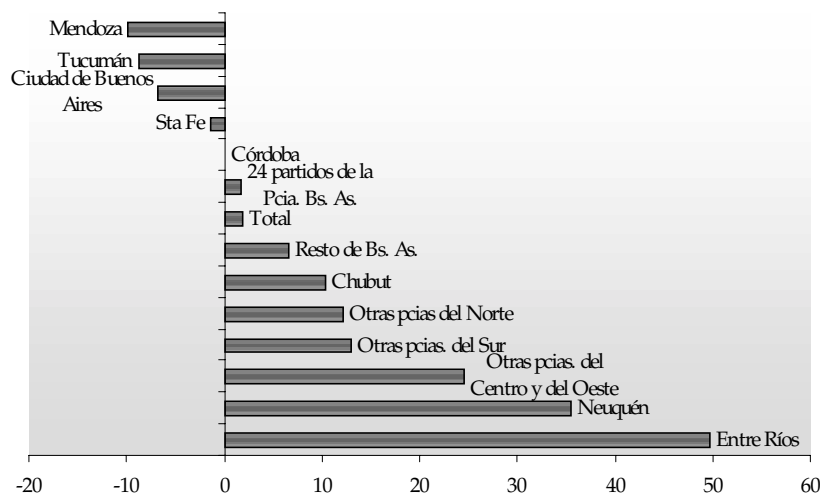
En los centros comerciales, la recuperación se fue acelerando a lo largo de 2003 y se mantuvo elevada en enero y febrero con incrementos interanuales de 34,2% y 32%. Contribuyeron a esta evolución la baja en el ritmo inflacionario y la firmeza en el ingreso de turistas extranjeros (Gráfico 1.5).

Las expectativas en general, resumidas en el Índice de Confianza del Consumidor<sup>4</sup>, crecieron en enero y febrero con respecto al mes anterior pero declinaron en todos los aglomerados consultados, en el mes de marzo alcanzando un valor similar del índice tanto en Capital Federal y Gran Buenos Aires, como en el Interior. La caída para el total del país (-5,1%) se originó en la apreciación sobre la situación personal y macro, mientras que las

expectativas de compras de bienes durables e inmuebles mejoraron en Capital Federal e Interior.

Con respecto al desempeño productivo sectorial, en el cuarto trimestre de 2003, en el agregado de minas y canteras continuó mostrando un retroceso la extracción de petróleo crudo (-3%), que acumuló una caída por segundo año consecutivo (-2%). Se observó, en cambio, una fuerte suba en la producción de gas natural en el último trimestre (23,3%) que implicó un alza anual del 10,4%. En el caso del gas natural se observó un incremento, especialmente en la producción de la cuenca neuquina, que se destinó a mayores entregas a las Transportadoras, a terceros y a exportaciones directas. Cabe señalar que las exportaciones representaron por segundo año un 12,8% de la producción total, en un momento que la demanda interna se ve también impulsada por la reactivación económica, por la demanda de las generadoras térmicas de electricidad, que necesitan compensar

**GRAFICO 1.4**  
Ventas en supermercados por provincia o región por boca de expendio  
Variación % IV Trim 03/IV Trim 02



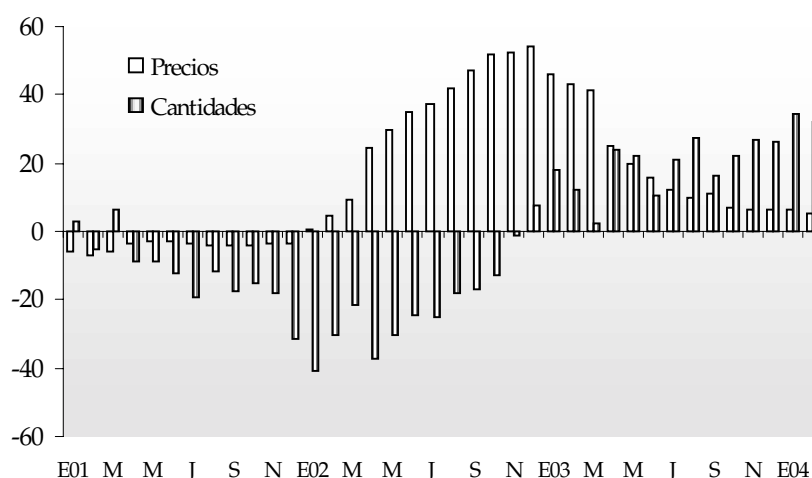
<sup>4</sup> Encuesta realizada por el Centro de Investigación en Finanzas de la Universidad Torcuato Di Tella que contiene 3 tipos de preguntas sobre la situación personal, la macroeconómica y la compra de bienes durables.



**GRAFICO 1.5**

Ventas en centros de compras, precios y cantidades

Variación porcentual con respecto a igual período del año anterior



la baja producción de las hidroeléctricas y el mayor consumo de gas como combustible automotor. Esta coyuntura ha provocado una demanda excedente de gas que podría complicar la provisión del combustible y la oferta de electricidad, aún a pesar de que, según la información suministrada por la Secretaría de Energía, en 2003 se registraron aumentos con respecto al año anterior en el total de metros perforados (19%) y en los pozos terminados<sup>5</sup> (14%), que se debieron a la mayor explotación de petrolíferos (14,2%) y gasíferos (10%).

En la industria manufacturera la mayor parte de los sectores continuó observando una trayectoria positiva en sus niveles productivos y lo mismo ocurrió al cabo del año. Los mayores incrementos se notaron en los sectores que más habían decaído el año anterior como artefactos del hogar, máquinas herramientas e insumos para la construcción y, en general, se observan magnitudes superiores de crecimiento en el cuarto trimestre que en el acumulado del año determinando perspectivas favorables para los próximos meses.

En la industria alimenticia se observaron, en el cuarto trimestre, alzas generalizadas en el nivel de actividad, tanto en los sectores

que más habían decaído el año anterior, con la excepción de los lácteos, en un intento por recuperar su situación relativa, como en aquéllos que no sufrieron el impacto de la crisis y orientan su producción, en gran parte, al mercado externo. Es así que los mayores crecimientos se dieron en galletitas y bizcochos (40,8%), bebidas espirituosas (32,7%), carne vacuna (24,3%), gaseosas (14,8%), aceites vegetales (14,2%), faena de aves (13,8%) y subproductos oleaginosos (12,5%). Algo menos crecieron la producción de harina de trigo (5%) y las ventas de azúcar (4,5%) y se produjeron bajas en las ventas de cerveza (-2,1%) y de vinos (-0,2%).

La recuperación del mercado interno incidió en el desempeño de los productores de carne vacuna ya que pudo absorber la mayor oferta derivada del adelantamiento de la faena por causa de la sequía que afectó a amplias zonas ganaderas. Hubo también un aumento del 18% en las toneladas exportadas que se convirtió en 32% en dólares, como consecuencia de la suba en los precios internacionales, que favoreció especialmente a los cortes Hilton. La recuperación que mostró la faena de aves a partir del segundo semestre de 2003, también odedece a mejo-

<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.

rías en el mercado interno y en las exportaciones, lográndose récords en ventas al exterior de carnes frescas y procesadas. Para el 2004 las perspectivas no son todavía muy claras por la reaparición del mal de la “vaca loca” en Estados Unidos que no se sabe cómo impactará en los mercados internacionales.

El nivel productivo alcanzado por el complejo oleaginoso resultó ser un récord histórico en 2003. Los 6.012,9 millones de toneladas de aceite y 20.691,7 millones de toneladas de subproductos implicaron subas anuales del 13,2% y 12,9% con respecto al año anterior y se asentaron en el nivel récord de la cosecha de soja. Para la campaña 2003/04 se estima una mayor participación relativa aún de la soja dado que se registraría el mayor nivel de área sembrada histórico. Según el SENASA, en el acumulado anual las exportaciones de aceites crecieron 80%, medidas en toneladas, influidas por las de aceite de soja que representaron un 84%. El importante incremento en los pedidos provenientes de China, que se triplicaron en 2003 y absorbió el 70% de las exportaciones de aceite de soja, impulsó el comportamiento de las exportaciones. También se expandieron las ventas externas de aceite de girasol, en un 40%, y de la harina de soja (48% en toneladas), en línea con el aumento de los precios internacionales.

El incremento registrado en la molienda de harina de trigo se explica por las mayores ventas al mercado interno, que representa aproximadamente un 90% del total, notándose mejoras en el consumo familiar y en las ventas a la industria. Mientras, las exportaciones parecen orientarse a las premezclas por motivos de precio y fiscales.

El incremento en la demanda local de azúcar, principal destino de la producción, se mantiene firme dada la estabilidad del consumo familiar y los mayores pedidos de las industrias elaboradoras de productos de confitería y de bebidas. En cuanto a la

producción, el volumen obtenido en la última zafra fue récord debido a buenas condiciones climáticas, mejoras tecnológicas que permitieron aumentar los rindes por hectárea y la realización de inversiones para obtener un aumento en la productividad de los ingenios.

Con respecto a las bebidas, la utilización de la capacidad instalada se ubicaba en diciembre en un 69%. La producción de bebidas espirituosas se recuperó notablemente en el cuarto trimestre por el aumento verificado en licores dulces (52,3%), aperitivos (43,1%), amargos (32,8%), whisky (5,2%) y otras bebidas<sup>6</sup> (1,5%), compensando la caída de los 9 meses previos de modo que en el año la variación fue levemente positiva (0,5%). En el renglón de gaseosas las empresas fabricantes realizaron reprogramaciones de la oferta para hacer frente a la mayor demanda per cápita que incluyen inversiones tendientes a lograr una mayor competitividad y promocionar nuevas bebidas saborizadas. La industria vitivinícola registró un mayor nivel de ventas al mercado interno anual (2,5%) y también efectuó inversiones para ampliar sus destinos de exportación. Según el Instituto Nacional de Vitivinicultura las perspectivas para el corriente año (2004) son positivas teniendo en cuenta que se espera un aumento en la cosecha, junto con mejoras en la calidad y sanidad, aumento en la capacidad de cavas e incorporación de nuevas tecnologías.

Las ventas de cigarrillos crecieron 8,1% en el cuarto trimestre y 9,8% en el año. La oferta de atados con menor contenido pudo haber incidido en la mayor demanda pero motivos sanitarios e impositivos abren interrogantes sobre el desempeño del sector.

La industria textil evidenció un fuerte envión en el cuarto trimestre con alzas en todos los insumos considerados. Crecieron, en el trimestre y al cabo del año, la producción de hilados celulósicos (65,8% y 36,3%, respectivamente), sintéticos (33,9% y

<sup>6</sup> Incluyen bebidas espirituosas secas, cañas, coñac, brandy, gin, licores secos, ron y vodka.

## NIVEL DE ACTIVIDAD

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

Concepto	2002/ 2001	I 03/ I 02	II 03/ II 02	III 03/ III 02	IV 03/ IV 02	2003/ 2002
<b>Explotación de Minas y Canteras</b>						
Petróleo crudo	-3,3	-3,1	-0,7	-1,4	-3,0	-2,0
Gas natural	-0,4	1,6	6,5	11,2	23,3	10,4
<b>Industria Manufacturera</b>						
<b>Alimentos</b>						
Harina de trigo	0,4	5,8	8,3	8,2	5,0	6,8
Aceites vegetales	11,2	40,2	4,2	4,5	14,2	13,2
Subproductos oleaginosos	14,7	32,2	10,7	4,8	12,5	12,9
Galletitas y bizcochos	-38,7	-6,8	18,5	25,4	40,8	18,5
Carne vacuna	-2,9	-1,8	-2,5	12,0	24,3	7,9
Aves	-24,1	-3,4	0,5	13,1	13,8	6,0
Leche industrializada y para consumo (l)	-10,0	-15,4	-15,3	-7,6	n.d	n.d
<b>Bebidas</b>						
Bebidas espirituosas	-19,3	-4,5	-10,7	-6,3	32,7	0,5
<b>Insumos textiles</b>						
Hilados celulósicos	-13,9	-0,9	72,3	19,5	65,8	36,3
Fibras sintéticas	-11,9	13,2	-1,9	-0,2	14,6	5,4
Hilados sintéticos	-13,1	1,6	-1,3	12,6	33,9	11,3
Cuero Bovino Curtido	-1,9	5,8	-1,7	14,2	18,6	9,0
<b>Textiles y Calzado</b>						
Calzado deportivo	-40,2	91,3	28,6	-13,1	-67,1	1,5
<b>Papel</b>						
Pasta de papel	11,3	16,2	2,9	9,1	8,1	8,9
Papel para diarios	-6,5	23,6	8,4	-5,8	13,3	9,2
<b>Prod.Químicos y der. de petróleo</b>						
Jabones	28,7	28,6	-12,7	-27,8	-18,2	-8,8
Neumáticos	13,1	12,7	3,1	8,6	5,7	7,3
Urea	20,0	19,1	-4,5	24,7	30,1	16,1
Soda cáustica	1,7	14,9	10,0	1,9	35,2	14,6
P.V.C.	-13,8	20,7	26,7	10,2	84,4	31,9
Polietileno	2,8	-11,6	1,8	33,1	27,7	11,6
Polipropileno	-0,3	3,4	14,1	6,4	-4,3	4,8
Isopropanol	12,3	20,1	-5,7	3,2	24,9	9,8
Caucho sintético	6,1	71,3	25,9	-1,2	3,5	19,0
Negro de humo	24,1	21,8	19,4	-20,1	1,0	4,4
Acido sulfúrico	15,1	4,1	-10,9	-16,2	-18,4	-10,7
Cloro	2,2	14,9	8,9	1,3	28,6	12,7
Petróleo procesado	-4,0	4,0	5,0	7,5	2,5	4,7
Naftas	-8,0	-6,6	-9,8	3,4	-7,1	-5,0
Gas oil	-8,6	2,4	7,1	20,2	-2,9	6,1
Fuel oil	-0,8	16,0	-10,4	10,1	17,0	7,6
<b>Metálicas básicas</b>						
Acero crudo	6,2	32,5	13,7	9,6	9,8	15,5
Laminados en caliente:						
Laminados no planos	1,1	35,5	28,3	19,9	11,2	22,6
Tubos sin costura	-12,7	-0,7	10,3	19,8	10,6	10,3
Laminados planos	2,3	52,8	13,2	13,6	32,6	26,1
Laminados en frío	6,6	40,4	18,7	5,6	14,0	18,0
Aluminio primario	8,5	2,2	2,7	0,2	0,2	1,3
Zinc	-0,3	-10,7	2,7	-0,2	2,7	-1,4
Hierro primario	14,3	37,4	11,9	4,4	5,6	13,5
<b>Insumos para Construcción</b>						
Cemento	-29,5	31,7	23,4	34,6	42,4	33,5
Pinuras	-23,3	58,7	65,4	47,8	26,2	45,3
Hierro redondo p/hormigón	-27,3	22,7	21,1	37,2	55,8	34,8
<b>Equipo de Transporte</b>						
Automotores:						
Automóviles	-34,3	50,9	-11,8	-19,3	0,1	-1,8
Utilitarios	-27,4	5,3	6,3	24,7	48,0	21,6
Carga y pasajeros	-26,0	93,3	23,0	25,8	65,4	43,9
Tractores	219,4	333,3	111,9	81,7	51,6	97,8
<b>Maquinaria y Equipo</b>						
Máquinas-Herramienta	-61,2	263,4	349,4	135,7	80,1	181,8
<b>Artefactos del Hogar</b>						
Lavarropas	-44,9	103,6	116,6	125,6	126,4	119,8
Secarropas	-65,2	57,2	131,0	193,9	473,8	165,2
Televisores color	-81,8	-38,2	-28,9	113,6	236,4	50,7

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

11,3%), cuero bovino curtido (18,6% y 9%) y de fibras sintéticas (14,6% y 5,4%). Mientras que en el año 2002 la utilización de la capacidad instalada no superaba al 50%, en 2003 la utilización promedio se ubicó en un 75% con una recomposición de los planteles. Sin embargo, la evolución de las importaciones en ciertos bienes finales preocupa a empresarios del sector que compiten por participación en el mercado. En el rubro de calzado, el deportivo se contrajo fuertemente en el trimestre (-67,1%) de modo que en el año el alza alcanzó a sólo 1,5%, manteniéndose los niveles productivos dentro de los más bajos históricos.

En el sector papelerero se observaron aumentos en la producción de pasta de papel (8,1%) y en papel para diarios (13,3%). El incremento mencionado está vinculado con mayores pedidos por parte del mercado local verificados en los productores de papel para impresión y para diarios. Si bien el principal destino de la elaboración de papeles para impresión y usos sanitarios es el mercado interno, se ha notado al mismo tiempo un incremento en las exportaciones. También en este sector hubo un avance en la utilización de la capacidad instalada que pasó del 78% en 2002 al 84% en 2003, previéndose inversiones que mejorarían la dotación actual y permitirían ampliar la capacidad productiva.

La mayor parte de los productos químicos y derivados del petróleo incrementó sus niveles productivos, obteniéndose valores récord de producción en varios de ellos. Se observaron aumentos en la producción de PVC (84,4%), soda cáustica (35,2%), urea (30,1%), cloro (28,6%), polietileno (27,7%), isopropanol (24,9%), fuel oil (17%), neumáticos (5,7%), caucho sintético (3,5%), petróleo procesado (2,5%) y negro de humo (1%) y caídas en: ácido sulfurico (-18,4%), jabones (-18,2%), naftas (-7,1%), polipropileno (-4,3%) y gas oil (-2,9%). En cuanto a las ventas se notó un incremento en las de medica-

mentos (13,7%) y una baja en las de naftas (-2,9%). En el año los signos de variación se mantuvieron en casi todos los rubros con 2 excepciones, la producción de polipropileno y la de gas oil, donde las variaciones anuales fueron positivas.

Las actividades que exhibieron un mayor dinamismo fueron las relacionadas con la elaboración de agroquímicos, materias primas plásticas, papel y envases. En el caso de las materias primas plásticas la mejora productiva se relaciona con los mayores pedidos de las industrias alimenticia, las actividades agrícolas y la construcción. La excelente evolución que ha tenido el sector agrícola, reforzada con la suba de precios internacionales, impulsa la demanda de agroquímicos y de silobolsas.

En cuanto a los derivados del petróleo se registraron caídas en la producción y en las ventas de naftas tanto en el último trimestre (-7,1% y -2,9%), como en el total del año (-5% y -9,4%, respectivamente). La caída que sufrieron en el año las ventas de naftas común (-20,9%) y súper (-9,7%) no fue compensada con el aumento en las ultra (19,6%). Hubo, simultáneamente, un notable incremento en las exportaciones de la calidad súper (187,7% en el año) y un mayor consumo interno de gas oil (3,6%), como sustituto de las naftas. Son de destacar la suba productiva de asfaltos (50,2% en el año), de sus exportaciones (160,4%) y de sus ventas al mercado interno (31,9%).

La producción de neumáticos mantuvo un comportamiento expansivo que ha implicado un récord al cabo del año 2003 con un incremento del 7,3%. El alto grado de utilización de la capacidad instalada presiona la realización de inversiones ampliatorias dada la firmeza de las demandas interna de reposición y de exportaciones.

Las ventas de productos farmacéuticos continuaron creciendo en el cuarto trimestre con un aumento de las unidades comercializadas del 13,7% que determinaron un alza a fines de 2003 del 18%. La encuesta realizada por el INDEC <sup>7</sup> para el cuarto

<sup>7</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

trimestre de 2003 indicó que la facturación total (\$ 1.261,4 millones incluidas las reventas de importaciones) creció 20,3% interanual y las exportaciones 15,6%. Se observó un aumento de las ventas de producidos en el país (41,1%) pero una baja en la reventa de medicamentos importados (-37,8%) que redujo la participación de los últimos en el mercado al 19,9%, en el 2003.

La elaboración y ventas de los principales insumos para la construcción continuaron muy dinámicas, con importantes alzas que superaron a las logradas al cabo del año y que permitieron

recuperar los niveles previos a la crisis. Crecieron en el último trimestre la producción (42,4%) y despachos de cemento (37%), de vidrios (58,2%) y de asfaltos (75,1%) así como las producciones de hierro redondo (55,8%), cerámicos (49%) y de pinturas (26,2%). En el año 2003 el nivel de utilización de la capacidad instalada en las industrias productoras de minerales no metálicos ascendió a 47,3%, según el INDEC. Las ventas de cemento recuperaron los niveles de 2000 y se ha acortado la brecha en 2004 con respecto a los despachos de 1999, los más elevados para un primer trimestre. Tanto las obras privadas como la puesta en marcha del plan de obras

### CUADRO 1.10

Ventas al mercado interno de origen nacional  
*Variación porcentual interanual*

Concepto	2002/ 2001	I 03/ I 02	II 03/ II 02	III 03/ III 02	IV 03/ IV 02	2003/ 2002
<b>INDUSTRIA MANUFACTURERA</b>						
<b>Alimentos</b>						
Azúcar	-5,2	0,0	5,5	4,5	4,5	3,6
<b>Bebidas</b>						
Cerveza	-3,2	12,0	6,4	6,7	-2,1	5,1
Vino	-0,4	9,7	2,4	-0,3	-0,2	2,5
Gaseosas	-14,3	4,2	17,0	12,1	14,8	11,8
<b>Tabaco</b>						
Cigarrillos	4,2	10,9	5,7	15,5	8,1	9,8
<b>Prod. Químicos y der. de petróleo</b>						
Productos farmacéuticos	-22,5	7,4	20,3	31,1	13,7	18,0
Naftas	-12,1	-14,5	-12,9	-6,3	-2,9	-9,4
<b>Insumos para Construcción</b>						
Despachos de Cemento	-27,4	22,1	23,5	30,9	37,0	28,8
Vidrios p/construcción	-25,9	26,5	28,7	52,3	58,2	41,9
Asfalto	-54,3	3,5	4,7	46,2	75,1	31,9
<b>Equipo de Transporte</b>						
Automotores:						
Automóviles	-51,6	-32,2	-5,8	80,0	73,3	21,2
Utilitarios	-46,0	0,1	105,7	184,8	151,0	98,8
Carga y Pasajeros	-61,1	4,4	-32,5	286,8	88,5	40,3
<b>Maquinaria y Equipo</b>						
Máquinas-Herramienta	-70,9	86,1	301,3	164,4	156,0	173,5
<b>OTROS SECTORES</b>						
Energía eléctrica demandada	-2,1	8,4	5,0	8,7	7,9	7,5
Recolección de Residuos	-19,0	-15,0	-5,7	5,4	7,4	-2,4

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

## NIVEL DE ACTIVIDAD

públicas se espera que mantengan en alza la operatoria del sector.

En la industria siderúrgica las alzas verificadas en todas las etapas del ciclo productivo, condujeron a la obtención de récords productivos al cabo del año. El mayor incremento, en el trimestre bajo análisis y en el año, correspondió a los laminados planos (32,6% y 26,1%, respectivamente), seguido de la producción de laminados en frío (14% y 18%, respectivamente) y no planos (11,2% y 22,6%), dentro de los cuales se destacan los tubos sin costura (10,6% y 10,3%). Crecieron también la producción de acero crudo (9,8% y 15,5%), de hierro primario (5,6% y 13,5%) y de aluminio primario (0,2% y 1,3%) así como la de zinc (2,7% en el trimestre). El dinamismo del sector se asienta en un aumento de las exportaciones, principalmente de tubos sin costura, y mayores colocaciones en la plaza local, impulsadas por la industria metalmeccánica, las actividades agrícolas, la construcción y en menor medida la actividad petrolera. En el caso del aluminio primario la recuperación de la demanda interna está restando saldos para la exportación, dado el buen

desempeño que muestran las industrias de envases para alimentos y bebidas y la construcción.

Durante el cuarto trimestre de 2003 la industria automotriz mostró destacados aumentos en las ventas de productos nacionales (94,2%) y principalmente de importados (252,1%). Aumentó en menor medida la producción de automotores (13,7%) y se redujeron las exportaciones (-17,1%). En el acumulado del año se observaron similares signos de variación y magnitudes y lo mismo ocurrió en el primer bimestre de 2004. En 2003 las 169.202 unidades producidas significaron un incremento de 6,1% con respecto al año anterior, sin recuperar aún los niveles de 2001 y 63,1% por debajo del récord histórico logrado en 1998. De ese total el 63,9% se destinó a la exportación (108.058 unidades) y el resto se dirigió al mercado interno junto con una pequeña desacumulación de inventarios. Es digno de destacarse el hecho que en el lapso mencionado las ventas de vehículos importados (90.775 unidades) sobrepasaron a las de origen nacional (64.868 unidades).

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

Concepto	Automóviles	Utilitarios	Carga y pasajer.	Total
	Enero - Febrero 2004			
Producción	16.692	8.019	1.480	26.191
Exportaciones	9.399	5.282	892	15.573
Ventas al mercado interno (de producc. nacional)	9.759	3.752	391	13.902
Variac. inventarios (de prod. nacional)	-2.466	-1.015	197	-3.284
Ventas al mercado interno de importados	20.474	6.141	2.092	28.707
Ventas al mercado interno total	30.233	9.893	2.483	42.609
Ventas al mercado interno de importados menos Exportaciones	11.075	859	1.200	13.134

Fuente: ADEFA

## NIVEL DE ACTIVIDAD

En el período más reciente de enero-febrero de 2004 la producción total de vehículos volvió a crecer (40,3%) influida por la expansión en la producción de utilitarios (107,3%), de vehículos de carga y pasajeros (76%) y de automóviles (19,6%).

Al igual que en los 2 años anteriores, durante 2003 las exportaciones fueron el principal destino de la producción (63,9%), pero la disminución interanual que se inició en el segundo trimestre del año anterior se prolongó en enero-febrero y determinó una caída del 6,9%, motivada exclusivamente por la caída en las ventas de automóviles (-22,4%) ya que las de utilitarios y de vehículos de carga y pasajeros se expandieron (28,8% y 73,9%, respectivamente). La diversificación de mercados fuera del Mercosur ha permitido compensar, parcialmente, la contracción de la demanda brasileña.

Las ventas internas de automotores de producción nacional a concesionarios que se habían recuperado notablemente en el tercer trimestre, continuaron haciéndolo en el cuarto (94,2%) y el primer bimestre de 2004 (100,3%) gracias a la implementación del programa para comprar automotores y otros bienes registrables con bonos en dólares Libor 2012 (BODEN 2012) que se prolongó hasta enero de 2004<sup>8</sup>.

Las ventas de importados han tenido el comportamiento más dinámico con un salto del 151,8% el último año que se aceleró en el primer bimestre al crecer 334,4% debido a alzas considerables en toda la gama de vehículos y especialmente en los vehículos de carga y pasajeros. La estabilidad en el tipo de cambio impulsó una recuperación de las ventas de material importado muy superior a la de vehículos de fabricación nacional ante bajas porcentuales similares en 2002.

En 2003 el intercambio neto de vehículos con el exterior se mantuvo superavitario en 17.283 vehículos, aún a pesar del

fuerte incremento de las importaciones en los últimos meses. En el primer bimestre, en cambio, el signo se invirtió y las ventas de importaciones superaron a las exportaciones en 13.134 unidades, de las cuales el 84,3% son automóviles.

La fabricación de tractores continuó recuperándose en el último trimestre (51,6%) a un ritmo muy activo, con un alza de 97,8% en el año, aunque se encuentra todavía un 90% por debajo de los valores récord producidos en 1996.

El sector de máquinas-herramientas continúa recuperándose después de la fuerte baja que experimentó el año anterior. La variación de la producción y de las ventas alcanzó a 80,1% y 156% en el cuarto trimestre, acumulando alzas de 181,9% y 173,5% en el año. Asimismo continuaron en alza las exportaciones (189,2%) pero en primer bimestre decayeron en la comparación interanual (-45,3%) de modo que ganó participación el mercado interno que representó en el período un 53% de las ventas. En este lapso, en cambio, la producción y principalmente las ventas internas siguieron un camino ascendente (4,6% y 224,5%, respectivamente).

La fabricación de bienes de consumo durables volvió a presentar alzas generalizadas. Crecieron tanto los denominados "línea blanca": lavarropas (126,4%), secarropas (473,8%), calefactores y estufas (155,9%), cocinas a gas (155,8%), como los que insumen un mayor número de componentes de alta tecnología, como televisores color (236,4%) y videograbadores y videoreproductores (250%). Al cabo del año las variaciones también resultaron fuertemente positivas, sobre todo en la mencionada "línea blanca", con alzas de destacar como la producción de acondicionadores domésticos que se expandió 843,2% comparando contra valores mínimos registrados el año anterior. Las producciones de teléfonos y refrigeradores domésticos, sin embargo, se redujeron según la encuesta del INDEC 33,6% y 14,5% interanual, respectivamente.

<sup>8</sup> Resolución 253/03 del Ministerio de Economía y Producción.

## NIVEL DE ACTIVIDAD

### CUADRO 1.12

#### Producción y ventas de automotores Variaciones interanuales, en %

Concepto	I 03/ I 02	II 03/ II 02	III 03/ III 02	IV 03/ IV 02	En-Feb 04/ En-Feb 04
<b>Total de automotores</b>					
Producción	39,3	-5,2	-6,3	13,7	40,3
Exportaciones	18,5	-14,0	-24,9	-17,1	-6,9
Ventas al mercado interno (de producc.nacional)	-23,1	15,3	107,5	94,2	100,3
Ventas al mercado interno de importados	-15,6	143,9	312,2	252,1	334,4
Ventas al mercado interno total	-19,6	63,5	199,9	165,8	214,5
<b>Automóviles</b>					
Producción	50,9	-11,8	-19,3	0,1	19,6
Exportaciones	44,1	-14,2	-30,9	-30,7	-22,4
Ventas al mercado interno (de producc.nacional)	-32,2	-5,8	80,0	73,3	122,8
Ventas al mercado interno de importados	-20,5	169,6	343,3	255,6	346,2
Ventas al mercado interno total	-26,7	53,1	189,6	155,7	237,1
<b>Utilitarios</b>					
Producción	5,3	6,3	24,7	48,0	107,3
Exportaciones	-18,4	-18,3	-14,1	20,7	28,8
Ventas al mercado interno (de producc.nacional)	0,1	105,7	184,8	151,0	58,4
Ventas al mercado interno de importados	-6,7	94,0	248,2	207,6	261,4
Ventas al mercado interno total	-2,9	100,3	216,2	176,3	143,2
<b>Carga y pasajeros</b>					
Producción	93,3	23,0	25,8	65,4	76,0
Exportaciones	-20,3	12,9	-3,7	41,1	73,9
Ventas al mercado interno (de producc.nacional)	4,4	-32,5	286,8	88,5	104,7
Ventas al mercado interno de importados	29,0	105,6	280,5	497,6	553,8
Ventas al mercado interno total	18,5	43,1	281,7	312,1	385,9

Fuente: ADEFA

La demanda total de energía eléctrica del país continuó expandiéndose en el cuarto trimestre (7,9%) y el acumulado del año (82.213 GWh) constituye un récord histórico. En los 2 primeros meses de 2004 la demanda se mantuvo creciendo (8,7% y 7,6%, respectivamente).

Después de 3 años consecutivos de caídas, la recolección de residuos en Capital y el conurbano, mostró subas en el tercer y cuarto trimestres de 2003 (7,4% en el cuarto) que continuaron en los meses subsiguientes (8,1% y 10,8%, en enero y febrero).



## NIVEL DE ACTIVIDAD

### CUADRO 1.13

Estimador Mensual Industrial (EMI)

Evolución de la producción y tasa de utilización de la capacidad productiva

Variaciones porcentuales

Concepto	Evolución de la producción sectorial			Utilización de la capacidad productiva
	Feb 04/ Ene 04 (*)	Feb 04/ Feb 03	Ene-Feb 04/ Ene-Feb 03	Feb 04
<b>NIVEL GENERAL</b>	<b>0,9</b>	<b>15,2</b>	<b>16,8</b>	<b>67,6</b>
<b>Industria Alimenticia</b>	<b>0,9</b>	<b>11,5</b>	<b>9,3</b>	<b>74,5</b>
Carnes Rojas	0,5	23,5	21,0	
Carnes Blancas	4,2	21,9	17,3	
Lácteos	2,5	22,4	15,4	
Aceites y subproductos	-0,2	19,0	15,4	
Harina de trigo	1,7	2,9	2,2	
Yerba mate elaborada	12,3	13,2	8,5	
Bebidas	5,3	4,3	3,7	
<b>Productos de tabaco</b>	<b>0,6</b>	<b>4,6</b>	<b>-1,6</b>	<b>69,9</b>
Cigarrillos	0,6	4,6	-1,6	
<b>Industria textil</b>	<b>0,1</b>	<b>6,2</b>	<b>4,4</b>	<b>75,5</b>
Hilados de algodón	2,0	7,1	5,5	
Fibras sintéticas y artificiales (1)	-2,4	14,8	25,5	
Tejidos	-1,9	5,8	4,0	
<b>Papel y sus manufacturas</b>	<b>3,1</b>	<b>12,3</b>	<b>13,1</b>	<b>85,9</b>
Papel y cartón	3,1	12,3	13,1	
<b>Edición e Impresión</b>	<b>3,8</b>	<b>46,2</b>	<b>46,6</b>	<b>77,8</b>
Prod de editoriales e imprentas	3,8	46,2	46,6	
<b>Refinación de petróleo</b>	<b>-6,2</b>	<b>0,6</b>	<b>2,4</b>	<b>82,1</b>
Petróleo procesado	-6,2	0,6	2,4	
<b>Sustancias y productos químicos</b>	<b>0,0</b>	<b>15,4</b>	<b>13,9</b>	<b>74,5</b>
Gases industriales	4,7	-1,6	0,1	
Productos químicos básicos	-2,4	12,3	13,5	
Agroquímicos	0,0	40,2	32,4	
Materias primas plásticas y caucho sintético	-0,1	12,2	12,9	
Deterg., jabones y prod. Personales	6,6	10,8	5,3	
Productos farmacéuticos	0,7	13,9	13,5	
<b>Productos de caucho y plástico</b>	<b>-3,0</b>	<b>9,1</b>	<b>13,8</b>	<b>67,1</b>
Neumáticos	-8,9	-14,9	3,5	
Manufacturas de plástico	-1,9	12,7	15,3	
<b>Productos minerales no metálicos</b>	<b>1,2</b>	<b>21,1</b>	<b>18,9</b>	<b>50,6</b>
Vidrio	3,0	6,6	7,7	
Cemento	8,7	25,4	21,0	
Otros materiales de construcción	2,1	33,2	28,7	
<b>Industrias metálicas básicas</b>	<b>1,8</b>	<b>5,8</b>	<b>5,6</b>	<b>94,8</b>
Acero crudo	-1,2	6,0	6,2	
Aluminio primario	1,2	4,4	2,1	
<b>Vehículos automotores</b>	<b>-1,3</b>	<b>51,5</b>	<b>46,3</b>	<b>23,2</b>
Automotores	-1,3	51,5	46,3	
<b>Resto de la industria metalmeccánica</b>	<b>1,4</b>	<b>10,4</b>	<b>11,6</b>	<b>53,2</b>
Metalmeccánica exc. ind. automotriz	1,4	10,4	11,6	

(\*) 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.

### II.4 Estimador Mensual Industrial. Febrero de 2004

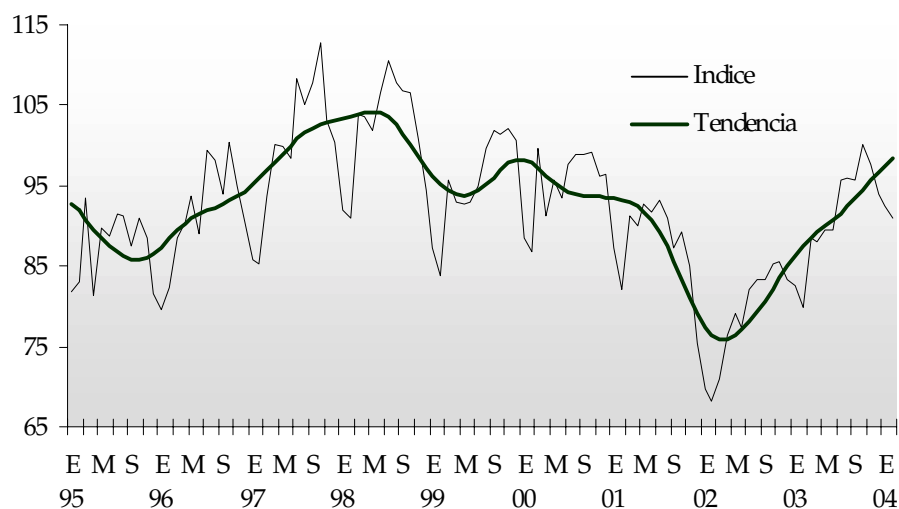
El Estimador Mensual Industrial (EMI) que elabora el INDEC alcanzó en febrero un nivel similar al máximo de la serie, para un mes de febrero, que se había registrado en 1998 y tomando el promedio del primer bimestre es el más elevado de la serie iniciada en 1997. La suba interanual de 14,1% en el último mes es la quinceava sucesiva de crecimientos interanuales con variaciones superiores a los dos dígitos y permitió acumular en el transcurso de 2004 un incremento del 13,1%. También resultó positiva la comparación con el mes anterior ya que el desestacionalizado y la tendencia-ciclo avanzaron 0,9% sobre los valores de enero (Cuadro 1.13 y Gráficos 1.6 y 1.7).

En el mes de febrero más del 93% de los sectores observó variaciones interanuales positivas. A nivel de bloques los mayores incrementos correspondieron a las ramas dirigidas al mercado local, de insumos de la construcción y, en menor medida, los ligados a la demanda externa. Las industrias más dinámicas fueron la automotriz, gráfica, agroquímicos, insumos de la construcción y alimentos. La firmeza de los pedidos efectuados por

el mercado local permitieron un sostenido aumento de la utilización de la capacidad instalada, que alcanzó a 67,6% en promedio, y una mayor incorporación de mano de obra.

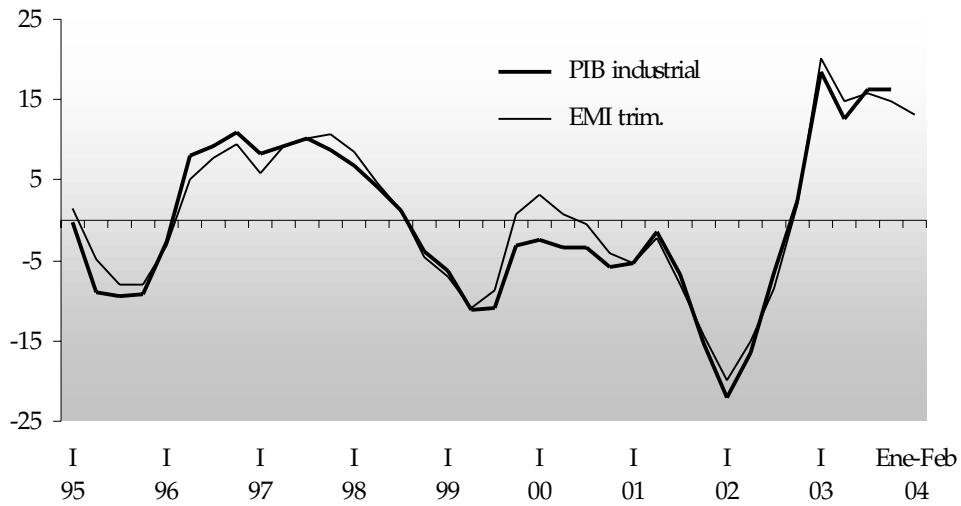
En febrero las firmas consultadas en la encuesta cualitativa continuaron mostrando buenas expectativas sobre el desempeño del mes de marzo. Con respecto a las demandas interna y externa continuaron prevaleciendo brechas positivas entre los que esperaban un aumento y los que esperaban una disminución y lo mismo ocurrió con relación a los envíos al Mercosur. También predominó un saldo positivo de respuestas con respecto a las importaciones totales y a las provenientes del Mercosur. Consultados exclusivamente respecto del comercio con el Mercosur, el 93% de las firmas manifestó que exporta a países del bloque y el 84,5% importa insumos del resto de países integrantes. Las expectativas sobre el uso de la capacidad instalada consideraban una mayor proporción de mejoras que de bajas y, en el caso de los stocks de productos terminados, era superior el porcentaje que esperaba una disminución. El 69,2% de las empresas consultadas utilizaría en marzo más del 60% de su capacidad instalada. Con respecto al personal empleado y las horas trabajadas las respuestas netas también fueron positivas. El 90,6% de los

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



## NIVEL DE ACTIVIDAD

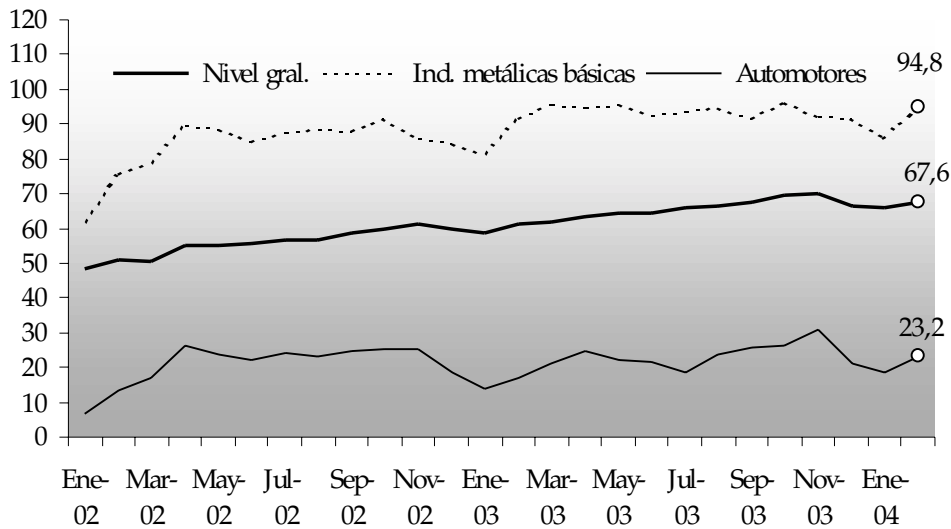
**GRAFICO 1.7**  
EMI y PIB industrial  
*Variación % interanual*



encuestados no esperaba cambios significativos en sus necesidades crediticias respecto de febrero, el 7,8% prevía una baja y sólo el 1,6% anticipaba un aumento. Las principales fuentes de financiamiento seguían siendo los fondos propios con el 38,3% y el sistema financiero local con el 31,7%.

El bloque de la industria alimenticia presentó un incremento interanual en febrero (11,5%), originado en alzas generalizadas de sus componentes, que se tradujo en una mayor utilización de la capacidad instalada. Esta alcanzó un nivel de 74,5%, ubicándose por encima del nivel general y 7,2 puntos porcentuales

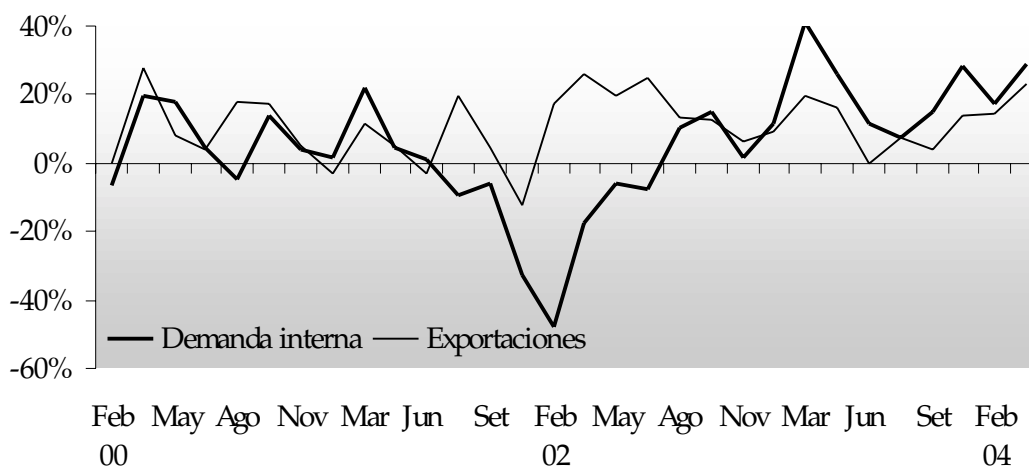
**GRAFICO 1.8**  
EMI - Tasa de utilización de la capacidad productiva  
*Nivel general, máxima y mínima (\*)*



(\*) Las tasas máxima y mínima corresponden al valor registrado el último mes

**GRAFICO 1.9**

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.

sobre el valor que había alcanzado en febrero del año anterior. También resultó positiva la variación con respecto al mes anterior (0,9%), de la serie desestacionalizada.

La elaboración de derivados pecuarios, carnes rojas, blancas y lácteos fue de los que más crecieron (23,5%, 21,9% y 22,4% interanual, respectivamente), luego de haber sido los alimentos más afectados en los 2 años previos. En el caso de las carnes rojas aumentaron el consumo interno y el nivel de las exportaciones. Este último se benefició con el alza en los precios internacionales y el levantamiento de restricciones para la importación en varios países. A título ilustrativo, los precios de colocación de los cortes Hilton y de las carnes frescas muestran en el primer bimestre de 2004 un incremento cercano al 30% interanual. Con relación al mes anterior la serie desestacionalizada volvió a mostrar un incremento (0,5%) continuando con la tendencia que viene manifestando desde marzo del corriente año, salvo un ligero desvío en agosto. Incidió también la reapertura de los mercados regionales a los cuales se agregará, a fines de abril, el chileno luego de 6 meses sin focos de aftosa. El de carnes blancas fue otro sector que se expandió, gracias a la recuperación del mercado interno, un nivel de exportaciones que constituye un récord

histórico, también beneficiadas por un aumento en los precios internacionales, y las menores importaciones de Brasil en volumen. La presencia de "gripe aviar" en países asiáticos alentó la promoción comercial en esos países y la inversión de distintas empresas del sector con vistas a incrementar sus exportaciones. Resultó también positiva la variación desestacionalizada con el mes anterior (4,2%) que delinea una tendencia creciente en la serie. Luego de cuatro años de retracción la industria láctea verificó un incremento en febrero (22,4%) y acumuló un alza de 15,4% en el primer bimestre. La actividad de los tambos se vio beneficiada por buenas condiciones climáticas. Se detectó también un aumento del consumo interno en el que pudo haber incidido la sostenida diversificación de productos y la oferta de envases de menor contenido. El principal producto de exportación, la leche en polvo, también registró un aumento de las ventas externas en el cual gravitó el incremento de los precios internacionales, vinculado con la sequía que afectó a Australia.

La cosecha récord de soja y el buen desempeño de las exportaciones han determinado que la producción de aceites y subproductos continúe expandiéndose (19%) en el comparación interanual y el acumulado del bimestre (15,4%) y aunque la serie desestacionalizada presenta una variación levemente negativa(-0,2%) con respecto al mes anterior, la tendencia es cla-

ramente positiva. Cabe señalar que en el año 2003 las exportaciones de aceite de soja a China (principal destino que absorbe el 70% de las ventas) se triplicaron y los precios internacionales siguieron creciendo tanto en el caso del aceite como el de la harina de soja. Las excelentes perspectivas de la industria impulsan la realización de inversiones en aumentos de la capacidad de acopio y de molienda, mejora de la logística comercial y, en especial, del transporte.

La producción de harina de trigo continuó creciendo ininterrumpidamente con respecto a igual período del año anterior (2,9%), en relación al mes anterior (1,7%) y acumuló un incremento de 2,2% en los 2 primeros meses. La producción de yerba mate también creció en forma interanual (13,2%) y en el acumulado de los 2 meses (8,5%), gracias al aumento de los despachos al mercado local ya que las exportaciones presentaron una disminución con relación al primer bimestre de 2003. Con respecto al mes anterior la variación fue significativa (12,3%) después de una caída en la serie desestacionalizada en el mes anterior.

En el rubro de las bebidas se observó un incremento interanual en el mes de febrero (4,3%) y del 3,7% en el acumulado hasta ese mes.

La producción de cigarrillos creció 4,6% interanual en el mes pero decreció 1,6% en el bimestre. Si bien resultó positiva la variación con respecto al mes anterior (0,6%) la serie desestacionalizada no tiene una tendencia definida. En el último mes la utilización de la capacidad instalada se situó, al igual que en enero, en un porcentaje del 69,9%, un poco por encima del promedio de igual bimestre de 2003. En el mes de marzo se firmó un "Convenio para mejorar la recaudación y los controles sobre la evasión y la competencia ilegal en el mercado de cigarrillos" entre el Ministerio de Economía y Producción y la

Cámara de la Industria del Tabaco que prevé una recaudación de \$ 3.750 millones para el año 2004 y de 4.000 millones para el 2005 a cambio de un mayor control de la competencia ilegal por parte del estado.

El bloque de la industria textil continuó evolucionando positivamente en el mes de febrero (6,2%), motorizado por el desempeño de los tejidos (5,8%) y de los hilados de algodón (7,1%). También se notó un incremento productivo en la industria productora de fibras sintéticas y artificiales (14,8%)<sup>9</sup>. Por su parte, la serie desestacionalizada presentó un leve incremento con respecto al mes anterior (0,1%). La utilización de la capacidad instalada ascendió al 75,5%, 3,2 puntos porcentuales por encima de la registrada en igual período del año anterior. El acuerdo celebrado entre los sectores privados empresariales de Argentina y Brasil para limitar el ingreso de mercadería de origen brasileño dejó sin efecto las licencias no automáticas para la importación de determinados productos textiles. El acuerdo establece que, hasta fin de año, las importaciones de "denim" y sus derivados deben reducirse en un 25% en términos de cantidades, desde el nivel alcanzado el año anterior. En el caso de los tejidos acrílicos, la reducción de las ventas brasileñas deberá alcanzar un 28%, mientras que la importación de hilados de acrílico deberá respetar los precios internacionales. Las alfombras, por su parte, continuarán bajo la restricción impuesta por las licencias no automáticas debido a las dificultades para consensuar un precio internacional de referencia de este producto. Los buenos niveles de actividad de los productores de fibras sintéticas y artificiales, así como de los de hilados y tejidos de algodón se relacionan con la mayor demanda interna. Sin embargo, algunos han mostrado preocupación por un potencial desabastecimiento de gas y el incremento de tarifas de energía eléctrica, usada intensamente en hilanderías y tejedurías.

La fabricación de papel y cartón continuó creciendo (12,3%), en respuesta al aumento de la demanda, principalmente inter-

<sup>9</sup> No participa del cálculo del bloque de textiles sino de químicos.

na, de papeles para impresión, envases y embalajes y para usos sanitarios. La industria papelera, que registró una utilización de la capacidad instalada del 85,9% en febrero, mantiene el impulso dado por la actividad de editoriales e imprentas, que fue uno de los bloques que más creció en el mes (46,2%). Dentro de las actividades de impresión y editoriales se observa una fuerte demanda con el objeto de abastecer el mayor número de publicaciones, de títulos editados y la solicitud de una mayor cantidad de catálogos y folletería comercial.

El procesamiento de petróleo aumentó 0,6% en febrero y 2,4% en el bimestre. La comparación con el mismo período del año anterior mostró incrementos en la elaboración de derivados como diesel oil, asfaltos, nafta común, combustible para retropropulsión, fuel oil, y lubricantes, mientras que se notaron descensos en las producciones de nafta especial y gas licuado de petróleo. En igual período las ventas registraron alzas generalizadas. Los precios internos de los combustibles líquidos se mantuvieron sin variantes gracias al acuerdo entre las firmas del sector y el estado aunque en los mercados internacionales persistieron altos precios del petróleo crudo.

El desempeño del bloque de las sustancias y productos químicos también fue positivo (15,4%) debido a incrementos en casi todos los componentes. Los que más crecieron fueron la elaboración de agroquímicos (40,2%), productos farmacéuticos (13,9%), químicos básicos (12,3%) y materias primas plásticas y caucho sintético (12,2%) junto con detergentes, jabones y productos personales (10,8%). En cambio, los gases industriales se redujeron (-1,6%). La variación desestacionalizada con respecto al mes anterior, sin embargo, fue positiva (4,7%), luego de 3 meses de caídas. El incremento de los agroquímicos responde a varios motivos. Por un lado, hubo en el año anterior una reducción productiva por tareas de mantenimiento, se espera para este año una excelente cosecha de soja que fomentaría una elevada demanda de herbicidas y, adicionalmente, una importante firma del sector ha iniciado la producción de una nueva línea de herbicidas.

Con respecto a los productos farmacéuticos el alza productiva se

debió a la recuperación del mercado interno favorecida por la baja de precios en algunos medicamentos y la normalización de la cadena de pagos. Pero también se abren buenas perspectivas en mercados externos con la terciarización por parte de clientes que han encargado algunas líneas de producción a laboratorios nacionales. Existe un proyecto de conformación de un polo industrial farmacéutico con el objetivo de optimizar las respectivas producciones de los laboratorios intervinientes que se prevé para el 2006, año en que las plantas farmacéuticas deberán cumplimentar todas las normas de "buenas prácticas de manufacturas" (GMP) establecidas por autoridades sanitarias.

La mayor elaboración de productos químicos básicos está fundada en la demanda de industrias que los utilizan como insumos. Así, algunos derivados petroquímicos como el etileno, propileno, y el estireno muestran una dinámica que se relaciona con las mayores elaboraciones de algunas materias primas plásticas que utilizan el agro y la construcción. Cabe destacar que el nivel de utilización de la capacidad alcanzó al 95% en febrero, 8 puntos porcentuales por encima que la utilización observada en igual período del año anterior.

El incremento en la producción de materias primas plásticas y caucho sintético obedeció a la mayor oferta de determinados polímeros (en particular el polietileno y el polipropileno) motivada por un aumento en el consumo interno que indujo también un aumento de las importaciones. Los rubros de mejor desempeño se vinculan con la producción de silobolsas y la fabricación de envases y embalajes y la construcción. En cuanto al caucho sintético las firmas productoras mantienen un buen ritmo de producción impulsado por el segmento de neumáticos.

La elaboración de productos de caucho y plástico registró un incremento interanual de 9,1%, con una utilización de la capacidad instalada de 67,1% contra 59,7% en igual mes de 2003. La producción de neumáticos fue inferior en términos interanuales (-14,9%) dado que una importante firma del sector efectuó una parada técnica con fines de mantenimiento e insta-

lación de nuevas máquinas que ampliarán su capacidad productiva. Las perspectivas para los próximos meses son, por lo tanto, de un incremento productivo. El mantenimiento de alzas en las manufacturas de plástico (12,7%) se debió a la sostenida demanda interna, tanto de los grandes consumidores de materiales plásticos como de los pequeños transformadores, y también se han abierto oportunidades de negocios de exportación en el segmento de “silo bolsa plástica” a países europeos. Otro sectores que motorizan la demanda son los productores de envases y embalajes para la industria de alimentos, bebidas y artículos personales así como la construcción.

La producción del bloque de minerales no metálicos creció 21,1% en el mes, resultante de alzas en la elaboración de otros materiales de construcción (33,2%), cemento (25,4%) y vidrio (6,6%) y las variaciones desestacionalizadas con respecto al mes anterior, también, mostraron sendas alzas (2,1%; 8,7% y 3%, respectivamente). Si bien la utilización de la capacidad instalada en el sector no es muy elevada (50,6%), resultó superior a la febrero de 2003, que había sido de 45%, y se aprecia un ritmo sostenido de actividad en lo que hace a construcciones rurales, viviendas particulares en barrios cerrados y en la zona norte, como también en obras de pavimentación. En la industria elaboradora de vidrio la utilización de la capacidad es superior; se ubicó en un nivel cercano el 85% en el mes de febrero avivada, además de la construcción, por la producción de envases para bebidas

Las industrias metálicas básicas continuaron expandiéndose a nivel del bloque (5,8%) debido a incrementos en la producción de acero crudo (6%) y en la de aluminio primario (4,4%). El bloque presenta el mayor porcentaje de utilización de la capacidad instalada, 94,8%, con un nivel de producción de acero que es récord histórico. La industria siderúrgica mantiene un buen desempeño tanto en la elaboración de productos planos como no planos, entre los que se destacan el hierro redondo para hormigón y los tubos sin costura.

La industria automotriz fue el bloque que registró la mayor suba en el mes (51,5%) y ocupó el segundo lugar en las alzas del bimestre (46,3%), continuando con la recuperación iniciada en el segundo semestre del año pasado gracias a las mayores ventas al mercado interno. El nivel de utilización de la capacidad si bien es aún muy reducido (23,2%), es 6,4 puntos porcentuales superior al de febrero de 2003. En el mes de febrero se observó una recuperación de las exportaciones que crecieron 42%, agregándose al buen desempeño del mercado interno que, sin embargo, continúa muy influido por el ingreso de importados.

El resto de la industria metalmecánica continuó mostrando tasas de crecimiento positivas en febrero y el bimestre (10,4%, en el mes y 11,6% para el acumulado). El fuerte repunte de la producción nacional de maquinaria agrícola responde a la excelente cosecha agrícola y al mayor poder adquisitivo de sus demandantes. Otros sectores que muestran un mejor desempeño son el productor de máquinas-herramientas y el de bienes de consumo durable gracias a una lenta recuperación de las ventas internas y de ciertas modalidades de venta a plazos.

### *II.5 Estadísticas de Servicios Públicos. Enero de 2004*

El Indicador Sintético de Servicios Públicos mantuvo e incrementó la tendencia ascendente que viene manifestando desde inicios de 2003 con un alza de 15,7% en el mes de enero<sup>10</sup>. Las series desestacionalizada y de tendencia-ciclo confirman este desempeño a través de variaciones positivas con respecto al mes anterior de 6,1% y 0,9%, respectivamente (Cuadro 1.14 y Gráficos 1.10 y 1.11).

<sup>10</sup> Al momento del cierre de este Capítulo se dieron a conocer las variaciones del mes de febrero, que resultaron con un 13,9% de crecimiento interanual y uno de 0,5% desestacionalizado con respecto a enero.

## NIVEL DE ACTIVIDAD

En la selección de indicadores que se presenta en el Cuadro 1.14 se puede observar que durante el mes de enero, más del 78% de los sectores exhibió variaciones positivas en su desempeño. Se destacan los incrementos interanuales en telefonía, energía y los peajes. Por debajo del promedio se expandió el transporte de carga, por el aumento de la internacional, y de pasajeros. Disminuyeron, por otra parte, la carga despachada por vía aérea de cabotaje y la transportada por ferrocarril. Con respecto a las variaciones desestacionalizadas contra el mes anterior se notaron subas en todos los bloques que van desde 10,9% en telefonía a 1% en el transporte de pasajeros.

En los sectores de energía se notaron aumentos en la generación

de electricidad (9,3%) y en la producción de gas natural (18,4%). El aumento en la generación neta de energía eléctrica se debió a la mayor demanda interna (9,8% en el MEM), y un incremento en las exportaciones de 19GWh. La oferta fue provista con un mayor aporte de las centrales térmicas (57,6%) y nucleares (55,7%) e inferior de las hidroeléctricas (-28,5%) y las importaciones (-78%). También aumentó el consumo de agua potable, en la zona de Capital Federal y Gran Buenos Aires atendida por Aguas Argentinas SA (1,7%).

El transporte de pasajeros creció en casi todas las modalidades. Las mayores alzas se observaron en el automotor metropolitano (12,3%), la aeronavegación de cabotaje (8,1%) y el ferroviario

### CUADRO 1.14

#### Evolución de los servicios públicos Variación porcentual interanual

Tipo de servicio	Jul 03/ Jul 02	Ago 03/ Ago 02	Set 03/ Set 02	Oct 03/ Oct 02	Nov 03/ Nov 02	Dic 03/ Dic 02	2003/ 2002	Ene 04/ Ene 03
<b>Indicador sintético de servicios públicos</b>	<b>8,3</b>	<b>9,8</b>	<b>12,3</b>	<b>14,1</b>	<b>13,9</b>	<b>10,1</b>	<b>8,1</b>	<b>15,7</b>
Energía eléctrica generada neta	10,3	18,1	15,9	10,6	5,4	7,1	7,8	9,3
Producción de gas natural	4,5	14,3	15,8	24,9	23,4	0,2	8,9	18,4
Agua entregada a la red (Aguas Arg. S.A.) (1)	1,6	1,7	2,2	2,2	1,0	0,6	1,3	1,7
Ferrovial urbano (pasajeros transportados) (2)	5,3	4,4	13,9	12,7	8,9	10,8	6,2	7,8
Ferrovial interurbano (pasajeros transportados)	17,7	16,4	23,0	29,6	39,0	80,0	38,5	-0,2
Subterráneo. Metrovías (pasajeros transportados)	0,9	1,1	7,3	8,0	2,4	8,0	2,9	2,2
Transporte automotor metropolitano (pas. transportados) (3)	16,4	12,5	16,8	15,0	12,6	13,4	14,8	12,3
Aeronavegación comercial (pasajeros transportados) (4)	-10,8	-7,9	4,3	9,0	15,5	2,9	-1,0	8,1
Ferrovial (carga transportada)	14,9	22,0	17,7	16,7	6,6	7,9	18,3	-1,3
Aeronavegación comercial (carga transportada) (4)	-9,3	-15,5	-12,4	-12,0	-10,6	-20,2	-8,5	-13,2
Peaje en rutas nacionales (Vehículos pasantes por categoría) (5)	14,2	13,7	8,9	19,1	11,1	11,1	11,0	12,6
Servicio telefónico básico. Cantidad de llamadas urbanas.	5,1	5,7	9,6	8,1	6,1	9,5	6,7	5,5
Servicio telefónico básico. Cantidad de líneas en servicio.	-0,7	-0,4	-0,2	-0,1	0,2	0,5	-1,7	0,8
Servicio telefónico móvil celular. Cant. de teléfonos en servicio.	7,6	9,9	14,8	17,2	19,6	19,4	8,4	22,7

(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.

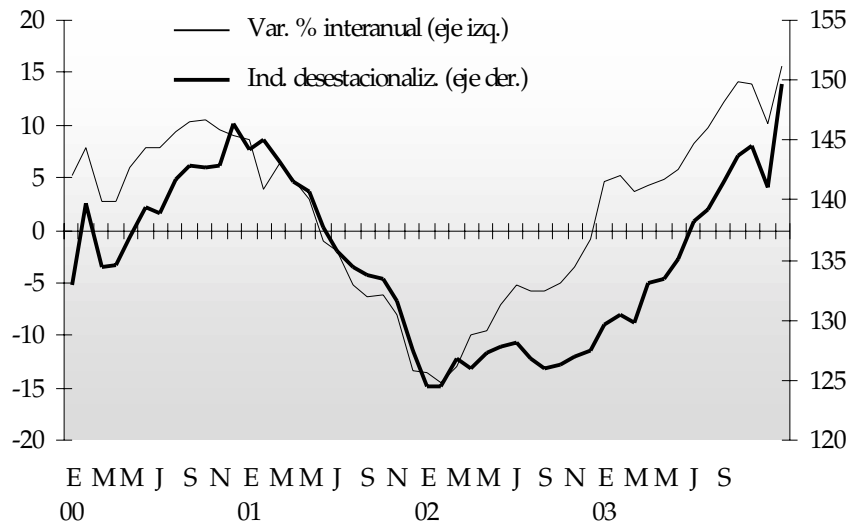
(4) Sólo se consideran las empresas de bandera nacional que ofrecen servicios de cabotaje.

(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.



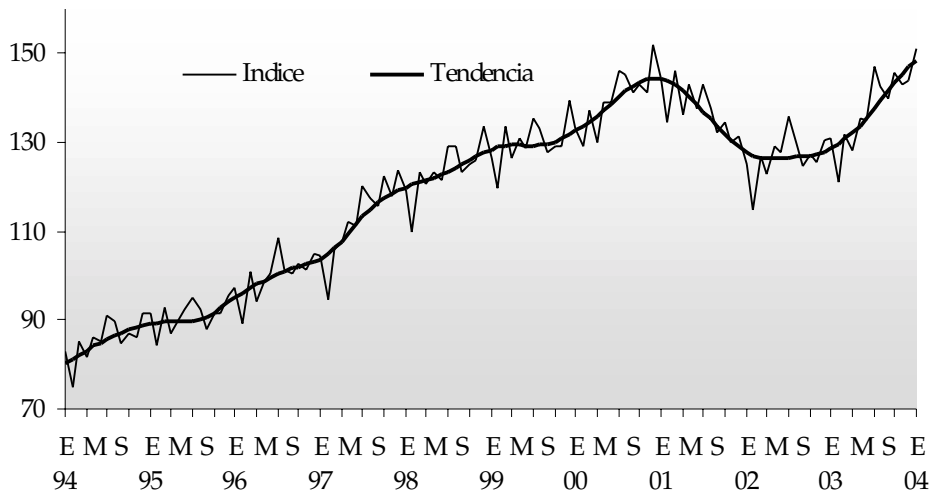
**GRAFICO 1.10**  
**Indicador Sintético de Servicios Públicos**  
*Variación interanual e índice desestacionalizado*



urbano (7,8%), con crecimientos casi generalizados en las distintas líneas de ómnibus, ferroviarias y aéreas de cabotaje e internacionales. En el área del Gran Buenos Aires, los ómnibus metropolitanos, que representan el 67,8% del transporte terrestre, mostraron un mayor incremento porcentual en aquellas líneas suburbanas que incluyen a las que efectúan recorridos de media distancia. Asimismo registraron una variación positiva la aeronavegación comercial de cabotaje (8,1%) y más aún la interna-

cional (11,1%), tanto en las compañías de bandera nacional (17%) como extranjera (7,9%). El servicio de subterráneos provisto por la empresa Metrovías SA también mostró una expansión (2,2%) debido a que la mayor afluencia de público en las líneas B y C compensó las bajas en el resto. Sólo los pasajeros transportados por el servicio ferroviario interurbano se contrajeron levemente (-0,2%) cuando el ramal de Córdoba Mediterráneo no prestó servicios en los meses de diciembre 2003 y enero

**GRAFICO 1.11**  
**Indicador Sintético de Servicios Públicos**  
*Variación interanual e índice desestacionalizado*



## NIVEL DE ACTIVIDAD

---

2004. Con relación a la carga transportada se observó una disminución en la cantidad de toneladas acarreadas por el sistema ferroviario (-1,3%), originada básicamente en la menor utilización de la línea Ferrosur Roca SA, y en la aeronavegación comercial de cabotaje (-13,2%). La internacional, sin embargo, continuó expandiéndose (22,8%), en las de bandera nacional (5,6%) y extranjera (24,7%).

También creció la circulación de automotores<sup>11</sup> medida por los peajes en las rutas nacionales (12,6%) y los de la provincia de Buenos Aires (8,2%). Asimismo, en los peajes de acceso a la Ciudad de Buenos Aires resultó superior la afluencia de todo tipo de vehículos (10,3%), destacándose nuevamente el mayor

tránsito de camiones pesados (25,9%). En los accesos a la Ciudad de Córdoba el mayor tráfico implicó un 24,4% más de vehículos.

En enero las llamadas efectuadas desde el servicio telefónico básico continuaron en ascenso. Las que más crecieron fueron las interurbanas (11,7%) y en segundo término las urbanas (5,5%). Hubo una suave rehabilitación de líneas en servicio (0,8%) y crecieron muy levemente las instaladas (0,1%). También se notó un aumento en el número de teléfonos públicos (2,1%), y cobró mayor intensidad el incremento de celulares (22,7%), alcanzando una magnitud récord de 8.070 miles de aparatos que condujeron a una expansión de 44,9% en las llamadas realizadas.

<sup>11</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 nuevamente (Decretos PEN 447/03 y 675/03).

### Resumen Nivel de Actividad

La evolución macroeconómica del cuarto trimestre de 2003 determinó una variación positiva en la oferta global medida a precios del año 1993, de 13,8 % con respecto al mismo período del año anterior. Este aumento estuvo generado por una variación positiva del PIB de 11,3 % y de 52 % en las importaciones de bienes y servicios reales. En la demanda global se observó una variación positiva de 48,8 % en la inversión interna bruta fija y un aumento de 7,4 % en las exportaciones de bienes y servicios reales. El aumento del consumo privado fue de 11,8 %, mientras que el consumo público tuvo una variación positiva de 0,3 %.

En particular, los sectores productores de bienes tuvieron durante el cuarto trimestre de 2003 una variación positiva del 17,5%, determinada principalmente por el aumento en el nivel de actividad de la industria manufacturera (16,2%) y de la construcción (45,8%). Los sectores productores de servicios registraron un aumento interanual del 6,2%.

La variación provisoria del PIB desestacionalizado del cuarto trimestre de 2003 con respecto al tercero de 2003 arrojó una suba de 2,5%.

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 cuarto trimestre de 2003, experimentó un aumento del 5,8% en relación a igual trimestre del año anterior. Los Sectores Productores de Bienes registraron una variación negativa del 3,1% y los Sectores Productores de Servicios un incremento del 7,8%.

Los valores alcanzados en el cuarto trimestre y la revisión de las estimaciones del tercero determinaron una variación para el PIB promedio de 2003 de 8,7%, registrándose un avance en los sectores productores de bienes del 14,4% interanual y en los de servicios del 4,1%.

La evolución más reciente de las cuentas nacionales que puede visualizarse a través del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) mostró en enero una nueva variación interanual positiva de 9,9%, magnitud similar a las variaciones del PIB en los trimestres anteriores, hecho que estaría indicando un mantenimiento del crecimiento. En términos de la serie desestacionalizada, el incremento con respecto al mes anterior también arrojó una cifra positiva (1,8%) al igual que en los meses previos desde agosto del 2002.

El Estimador Mensual Industrial (EMI) que elabora el INDEC alcanzó en febrero un nivel similar al máximo de la serie. La suba interanual de 14,1% en el último mes es la quinceava sucesiva de crecimientos interanuales con variaciones superiores a los dos dígitos y permitió acumular en el transcurso de 2004 un incremento del 13,1%. También resultó positiva la comparación con el mes anterior ya que el desestacionalizado avanzó 0,9% sobre los valores de enero.

A nivel de bloques los mayores incrementos correspondieron a las ramas dirigidas al mercado local, de insumos de la construcción y, en menor medida, los ligados a la demanda externa. Las industrias más dinámicas fueron la automotriz, gráfica, agroquímicos, insumos de la construcción y alimentos. La firmeza de la demanda permitió un sostenido aumento de la utilización de la capacidad instalada, que alcanzó a 67,6% en promedio durante el año. En febrero las firmas consultadas en la encuesta cualitativa continuaron mostrando buenas expectativas sobre el desempeño del mes de marzo. Con respecto a las demandas interna y externa continuaron prevaleciendo brechas positivas entre los que esperaban un aumento y los que esperaban una disminución.

El Indicador Sintético de Servicios Públicos mantuvo e incrementó la tendencia ascendente que viene manifestando desde inicios de 2003 con alzas de 16,1% y 19,1% en los meses de enero y febrero de 2004.

# Inversión

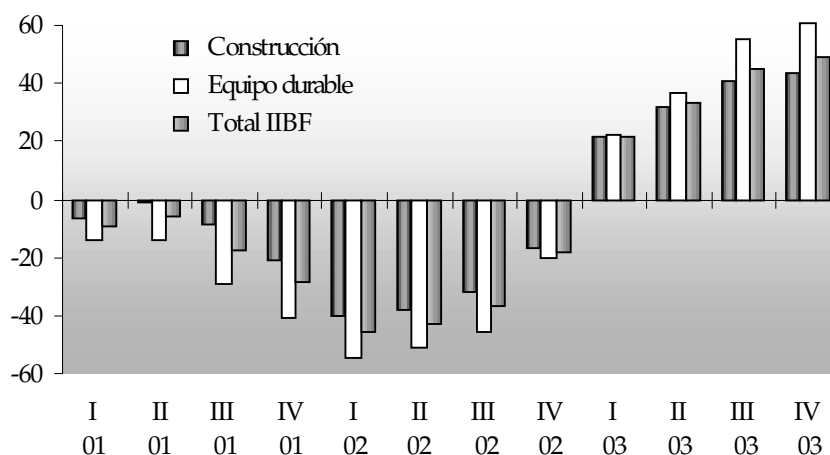
## I. Inversión interna bruta fija

■ En el cuarto trimestre de 2003 el crecimiento de la Inversión Interna Bruta Fija (IIBF), medida a precios constantes, continuó acelerándose (48,8% de suba respecto de igual trimestre del año anterior), acumulando para el año 2003 un alza de 38,1% respecto del promedio de 2002. Durante el cuarto

La estabilidad lograda en el mercado cambiario con respecto al trimestre anterior y más aún la baja interanual del dólar (-18,4%) parece haber incidido nuevamente en la significativa recomposición de la inversión en bienes de capital importados que, no obstante, no impidió el desarrollo del proceso de sustitución de

**GRAFICO 2.1**

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



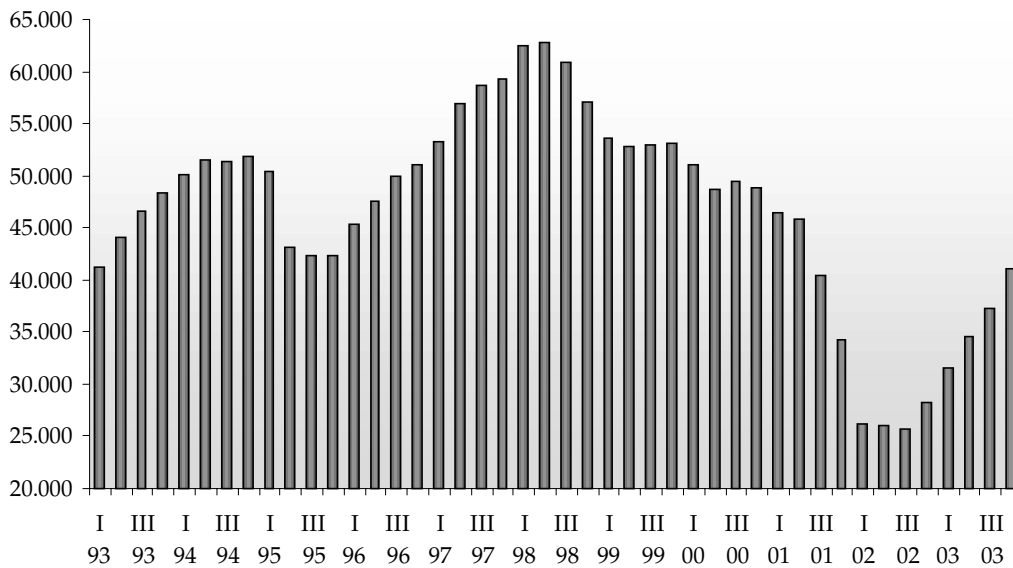
trimestre la evolución de sus principales componentes también se aceleró, destacándose las variaciones que experimentaron la construcción (43,3%) y la inversión en equipo durable importado (149,6%), que ya recuperaron los niveles de inversión del año 2001.

La variación de la serie desestacionalizada de la IIBF, al igual que la de la tendencia suavizada, mostraron alzas significativas (10,4% y 9,9%, respectivamente) contra el tercer trimestre de 2003.

importaciones. Si bien ha crecido menos que el total de la inversión, la expansión del equipo nacional también fue notable (26,6%), debido al comportamiento de la maquinaria y equipo (18,5%) y, fundamentalmente, del material de transporte (62,7%). La persistente baja en las tasas de interés, vistas como costo de producción, ha alentado una suave recuperación del crédito, que se traduce en un aumento del total de nuevos préstamos en moneda nacional a partir del segundo semestre de 2003. También las expectativas sobre las ganancias empresaria-

**GRAFICO 2.2**

Inversión Interna Bruta Fija Desestacionalizada - Serie histórica  
En millones de pesos, a precios de 1993



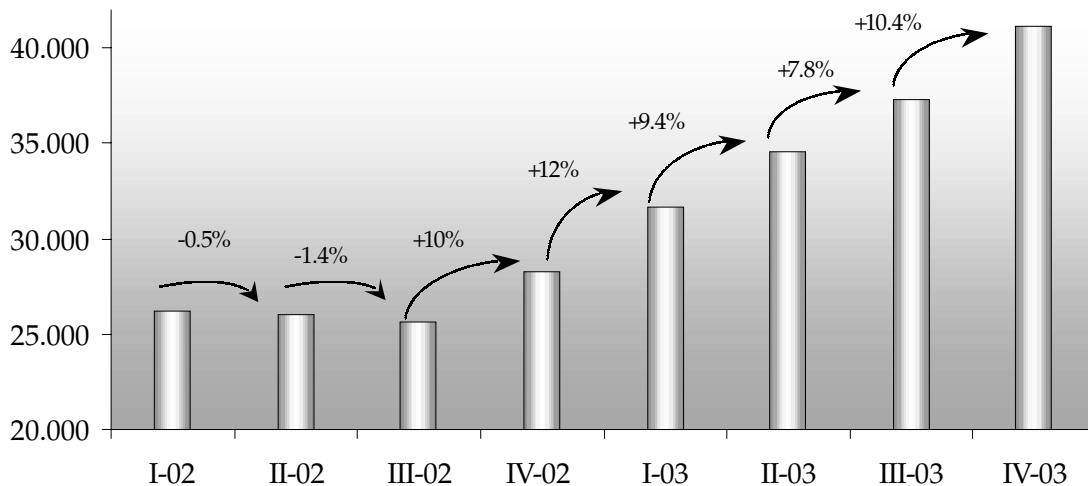
les han alentado la inversión, sobre todo en los sectores productores de bienes.

Contribuyó a este desempeño el aumento en el ingreso nacional bruto disponible, la paulatina recuperación del mercado interno, el incremento de las exportaciones y la evolución de la brecha entre los precios de los bienes finales y los costos de producción.

El comportamiento de los precios implícitos de la inversión también jugó un importante rol en la determinación de su nivel y distribución (Gráfico 2.5). La menor variación con respecto a la experimentada por los índices de precios mayoristas y consumidor y más aún la baja en el equipo, especialmente el importado cuyo precio declinó en el año 11,7%, favorecieron una pronunciada recuperación que logró restituir los montos a los vigentes antes de la devaluación.

**GRAFICO 2.3**

Inversión Interna Bruta Fija Desestacionalizada - 2002 y 2003  
En millones de pesos, a precios de 1993



## INVERSION

### CUADRO 2.1

#### Inversión Interna Bruta Fija a precios de 1993 (1)

A. En millones de Pesos

Concepto	2002	2003				Año
	Año	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	
<b>INVERSION BRUTA INTERNA</b>	<b>26.533</b>	<b>27.659</b>	<b>35.024</b>	<b>38.707</b>	<b>45.219</b>	<b>36.653</b>
<b>Equipo Durable de producción</b>	<b>8.250</b>	<b>8.651</b>	<b>11.240</b>	<b>12.444</b>	<b>15.547</b>	<b>11.971</b>
-Nacional	5.923	5.742	7.152	7.218	8.852	7.241
-Importado	2.327	2.909	4.088	5.226	6.695	4.730
<b>Maquinaria y Equipo</b>	<b>6.259</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>
-Nacional (2)	4.747	4.544	5.579	5.549	6.762	5.609
-Importado	1.512	s.d.	s.d.	s.d.	s.d.	s.d.
<b>Material de Transporte</b>	<b>1.991</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>
-Nacional	1.176	1.198	1.572	1.669	2.091	1.632
-Importado	815	s.d.	s.d.	s.d.	s.d.	s.d.
<b>Construcción (3)</b>	<b>18.283</b>	<b>19.008</b>	<b>23.784</b>	<b>26.263</b>	<b>29.672</b>	<b>24.682</b>

B. Variación Porcentual respecto de igual período del año anterior

Concepto	2002	2003				Año
	Año	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	
<b>INVERSION BRUTA INTERNA</b>	<b>-36,4</b>	<b>21,7</b>	<b>33,1</b>	<b>44,9</b>	<b>48,8</b>	<b>38,1</b>
<b>Equipo Durable de producción</b>	<b>-44,2</b>	<b>22,5</b>	<b>36,5</b>	<b>55,0</b>	<b>60,7</b>	<b>45,1</b>
-Nacional	-17,6	20,6	17,5	23,3	26,6	22,3
-Importado	-69,4	26,4	90,2	140,2	149,6	103,3
<b>Maquinaria y Equipo</b>	<b>-43,4</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>
-Nacional (2)	-10,7	25,0	16,1	14,7	18,4	18,2
-Importado	-73,6	s.d.	s.d.	s.d.	s.d.	s.d.
<b>Material de Transporte</b>	<b>-46,7</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>
-Nacional	-37,0	6,4	22,9	64,6	62,7	38,8
-Importado	-56,3	s.d.	s.d.	s.d.	s.d.	s.d.
<b>Construcción (3)</b>	<b>-32,2</b>	<b>21,4</b>	<b>31,6</b>	<b>40,5</b>	<b>43,3</b>	<b>35,0</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

La participación de la inversión con respecto al producto a valores constantes siguió una trayectoria creciente a lo largo del año, alcanzando en el último trimestre un porcentaje superior (16,9%) al promedio de 2001. Similar evolución presentó el equipo importado a expensas del nacional. Por su parte, se produjo una ligera pérdida de participación de la construcción que, sin embargo, todavía absorbe una porción de la inversión

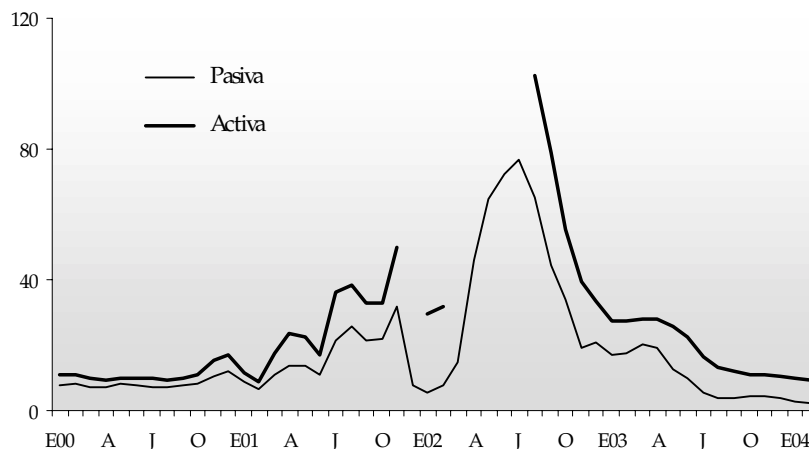
(67,5% en el año) bastante superior a la media histórica (Gráficos 2.6 y 2.7).

El cociente IIBF/PIB a valores corrientes también continuó recuperándose (15,1% en promedio del año), luego de tocar un valor mínimo durante el año anterior (Gráfico 2.7). De este modo la variación del stock de capital fue positiva con respecto

## INVERSION

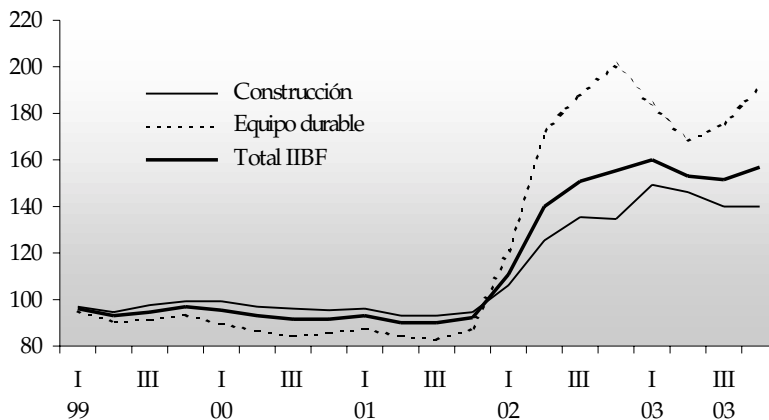
**GRAFICO 2.4**

Tasas de interés activas y pasivas a 30 ds. en pesos  
Promedios mensuales. En % nominal anual



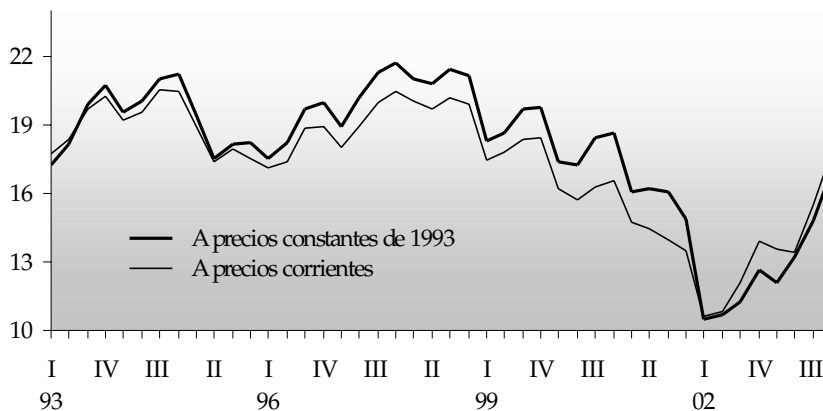
**GRAFICO 2.5**

Inversión Interna Bruta Fija  
Indice de precios implícitos 1993 = 100



**GRAFICO 2.6**

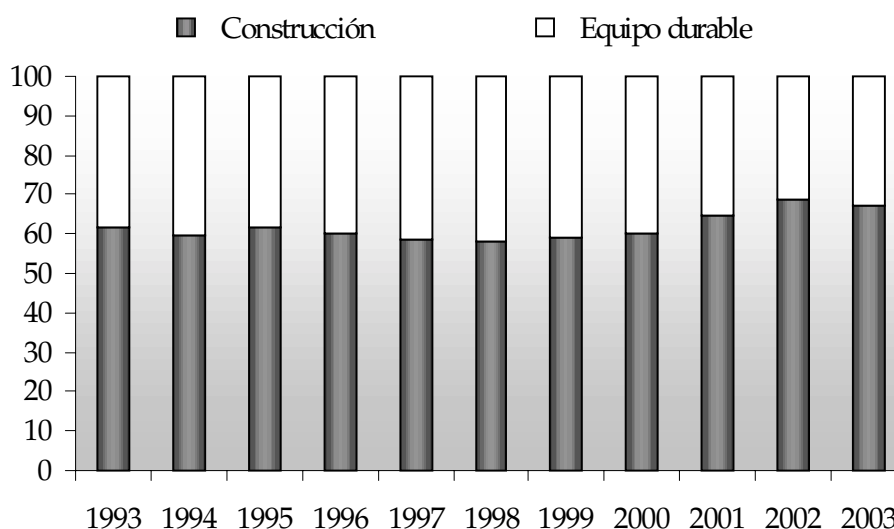
Ratio Inversión Interna Bruta Fija/ Producto Interno Bruto  
En %



## INVERSION

**GRAFICO 2.7**

Participación de la construcción y del equipo durable en el total de la IIBF  
A valores constantes de 1993 - En %



a 2002, ya que el monto de inversión permitió cubrir la depreciación anual.

Medida a valores corrientes la inversión del cuarto trimestre alcanzó a \$ 71.119 millones (Cuadro 2.2), y resultó 50,4% superior a la de igual período de 2002. La estabilidad en los

precios, en especial la baja detectada en los implícitos del equipo durable (-5%), mantienen el fuerte incentivo a la inversión, principalmente en el **segmento de importados**<sup>1</sup>, como ya se mencionó.

**CUADRO 2.2**

**Inversión Interna Bruta Fija (1)**

En millones de Pesos corrientes

Concepto	2002	2003				Año
	Año	I Trim.	II Trim.	III Trim.	IV Trim.	
<b>INVERSION BRUTA INTERNA</b>	<b>37.387</b>	<b>44.272</b>	<b>53.644</b>	<b>58.616</b>	<b>71.118</b>	<b>56.913</b>
<b>Equipo Durable de producción</b>	<b>14.300</b>	<b>15.924</b>	<b>18.943</b>	<b>21.799</b>	<b>29.645</b>	<b>21.578</b>
-Nacional	8.823	9.115	11.123	11.359	15.385	11.746
-Importado	5.477	6.809	7.820	10.440	14.260	9.832
<b>Maquinaria y Equipo</b>	<b>10.517</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>
-Nacional (2)	6.993	6.955	8.506	8.478	11.086	8.756
-Importado	3.525	s.d.	s.d.	s.d.	s.d.	s.d.
<b>Material de Transporte</b>	<b>3.783</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>	<b>s.d.</b>
-Nacional	1.831	2.160	2.617	2.882	4.299	2.989
-Importado	1.952	s.d.	s.d.	s.d.	s.d.	s.d.
<b>Construcción (3)</b>	<b>23.086</b>	<b>28.348</b>	<b>34.701</b>	<b>36.817</b>	<b>41.473</b>	<b>35.335</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

**1** 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.



**CUADRO 2.3**  
Ahorro - Inversión  
En % del PIB

	Inversión Interna Bruta Fija	Ahorro Externo	Ahorro Bruto Nacional
<b>1993</b>	<b>19,1</b>	<b>3,5</b>	<b>16,2</b>
<b>1994</b>	<b>19,9</b>	<b>4,3</b>	<b>15,6</b>
<b>1995</b>	<b>17,9</b>	<b>2,0</b>	<b>16,5</b>
<b>1996</b>	<b>18,1</b>	<b>2,5</b>	<b>17,1</b>
<b>1997</b>	<b>19,4</b>	<b>4,2</b>	<b>16,6</b>
<b>1998</b>	<b>19,9</b>	<b>4,9</b>	<b>16,1</b>
<b>1999</b>	<b>18,0</b>	<b>4,2</b>	<b>13,7</b>
<b>2000</b>	<b>16,2</b>	<b>3,1</b>	<b>14,4</b>
<b>2001</b>	<b>14,2</b>	<b>1,5</b>	<b>14,2</b>
<b>2002</b>	<b>12,0</b>	<b>-9,1</b>	<b>20,1</b>
I Trim.	10,6	-4,3	12,0
II Trim.	10,9	-10,1	23,1
III Trim.	12,1	-11,1	21,4
IV Trim.	13,9	-9,5	21,5
<b>2003</b>	<b>15,1</b>	<b>-5,6</b>	<b>20,1</b>
I Trim. (*)	13,5	-7,4	20,0
II Trim. (*)	13,4	-7,4	22,1
III Trim. (*)	15,5	-3,8	18,0
IV Trim. (*)	17,8	-2,3	18,7

(\*) Datos provisorios

Fuente: Secretaría de Política Económica sobre la base de datos del INDEC

La inversión continuó siendo financiada por el ahorro bruto nacional (que habría sido de alrededor de 18,7% del PIB)<sup>2</sup>, ya que éste presenta un exceso sobre aquella que sostiene, a su vez, la caída del ahorro externo (estimativamente 5,6% del PIB) (Cuadro 2.3), un valor de préstamo neto al resto del mundo por \$ 9.245 millones, cifras que a la vez indican una tendencia a la reducción de la brecha entre ahorro e inversión con respecto a los trimestres anteriores.

## II. Construcción

La inversión en construcción continuó mostrando una fuerte recuperación al registrar en el cuarto trimestre de 2003 una

variación a valores constantes de 43,3%, con lo que se determinó un alza anual del 35%. A valores corrientes el aumento fue de 48,8% de acuerdo a la inflación que experimentó el sector, que medida por los precios implícitos alcanzó a 3,8%. Los diversos indicadores como los datos de ventas y producción de varios insumos clave, las escrituras anotadas en el Registro de la propiedad, los permisos de edificación y el empleo que releva el INDEC a través de la EPH y los puestos de trabajo declarados al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones convalidan este comportamiento expansivo. Hasta los préstamos hipotecarios muestran una incipiente recuperación gracias al mayor otorgamiento en moneda extranjera, que eran prácticamente inexistentes en el cuarto trimestre de 2002.

Durante el trimestre las ventas y producción de los principales insumos volvieron a mostrar variaciones interanuales muy positivas, acumulando en todos los casos incrementos de 2 dígitos al cabo del año (Cuadro 2.4). Las alzas oscilaron entre 45,5% (correspondiente a la producción de cerámicos) y 15,6% (ventas de tubos sin costura), destacándose también las producciones de pinturas (45,3%), de hierro redondo para hormigón (37,9%) y las ventas de vidrios (41,9%), asfalto (31,9%) y cemento (28,8%). La creciente demanda de insumos y la apertura del ISAC en bloques<sup>3</sup> indican que los sectores que sustentaron la reactivación estuvieron relacionados tanto con la obra privada, especialmente edificios con destinos distintos del de vivienda, como con obras de infraestructura. Sólo las construcciones vinculadas con la actividad petrolera crecieron menos, pero medidas en índice base 1997=100 exhiben el valor más elevado (supera el nivel de 100, mientras que el resto está por debajo), y en el primer bimestre de 2004 las agrupadas en ese bloque aceleraron su crecimiento.

El mercado de préstamos con garantía hipotecaria<sup>4</sup> mostró en el cuarto trimestre una suba de 20,3% gracias a la reaparición de

<sup>2</sup> Las cifras correspondientes al último trimestre son estimaciones.

<sup>3</sup> Ver Cuadro A2.2 del Apéndice Estadístico.

<sup>4</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 operatoria y de los montos transados mensualmente.

**CUADRO 2.4**

Indicadores de inversión en construcción (1)

Ventas al mercado interno

Variación % respecto de igual período del año anterior

Indicadores	2002	2003				Año
	Año	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	
Cemento	-27,4	22,1	23,5	30,9	37,0	28,8
Vidrios para la construcción	-25,9	26,5	28,7	52,3	58,2	41,9
Hierro redondo	-27,3	22,7	21,1	44,2	61,3	37,9
Tubos sin costura	-21,7	30,0	25,0	7,4	5,0	15,6
Pinturas p/construcción (2)	-23,3	58,7	65,4	47,8	26,2	45,3
Asfalto	-54,3	3,5	4,7	46,2	75,1	31,9
Cerámicos, pisos y revestimientos(2)	-21,3	117,7	30,1	24,5	49,0	45,5

(\*) Los datos del último trimestre incluyen sólo los dos primeros meses del mismo.

(1) Estimaciones sujetas a revisión

(2) Datos de producción.

Fuente: Secretaría de Política Económica

los denominados en dólares (el fortísimo incremento porcentual se debe al nivel ínfimo que detentaban en igual período del año anterior), porque los pactados en pesos siguieron cayendo, aunque a una tasa inferior (-4,3%). Al cabo del año, sin embargo, los signos de variación se invierten por la caída de los otorgados en dólares (-45,6%) y la suba de los nuevos préstamos en pesos (4%), que determinaron una variación levemente positiva para el total de hipotecarios (0,3%). Este comportamiento de los préstamos hipotecarios se da en un contexto donde el crédito total se fue recuperando a partir del segundo semestre de 2003 basado sobre el incremento de los pactados en pesos bajo la modalidad de prendarios, a sola firma y personales. Sin embargo, en el total del año pesa aún el desempeño contractivo de la primera parte de 2003 (Cuadro 2.5)<sup>5</sup>. Medidos como stock, el total de préstamos mostró una incipiente recuperación con respecto a fines de septiembre en ambas monedas. Del total

de los pactados en pesos (\$ 26.807,8 millones a diciembre), el 34,5% adoptó la forma de hipotecarios, y de esta suma el 59% se dirigió a financiar la vivienda. Los dirigidos a ese fin dentro del total de hipotecarios en dólares, en cambio, sólo representaron el 5,7% (U\$S 4,7 millones). En enero de 2004 el stock del total de préstamos y de los hipotecarios en dólares crecieron pero no se dirigieron a la vivienda, ya que estos últimos se contrajeron.

El número de escrituras anotadas en el Registro de la Propiedad Inmueble de la Ciudad de Buenos Aires alcanzó a 83.915 en 2003, cifra que implica un aumento de 1,5% con respecto al año anterior. Las variaciones posteriores fueron de signo negativo (-13,6% en enero y -6,3% en febrero) (Cuadro 2.6).

Los permisos de edificación para obras privadas<sup>6</sup> continuaron expandiéndose en el cuarto trimestre (57,2%) y siguieron

<sup>5</sup> La utilización de bonos Boden 2012 ha tratado de suplantar la falta de financiamiento bancario dirigido a la construcción de viviendas nuevas o a continuar obras detenidas (Res 670/02 y sus modificatorias las Resoluciones 169/03, 14/03 y 26/03).

<sup>6</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 2.5**

Otorgamiento de préstamos hipotecarios y totales (1)

Variaciones porcentuales interanuales

Período	Préstamos Hipotecarios			Préstamos Totales		
	Pesos	Dólares	Total	Pesos	Dólares	Total
1995	-24,1	-33,9	-32,5	-15,8	-3,8	-12,1
1996	-27,4	42,6	31,2	-5,7	-2,3	-4,6
1997	59,0	19,7	23,2	25,4	6,5	18,8
1998	-14,9	0,0	-1,8	13,3	17,7	14,7
1999	-17,4	-29,3	-28,1	-4,1	0,0	-2,8
2000	-45,5	17,4	10,1	-11,6	-16,1	-13,1
2001	-53,2	-24,8	-26,4	-20,5	14,6	-9,3
2002	253,8	-99,2	-85,5	19,7	-86,2	-16,0
2003	4,0	-45,6	0,3	0,4	-84,6	-11,6
I Trim.	103,5	-99,0	16,9	-19,8	-96,1	-44,2
II Trim.	-2,0	8172,7	4,1	-11,7	-31,9	-12,8
III Trim.	-29,6	-93,4	-31,9	10,9	-10,3	9,1
IV Trim.	-4,3	2051,5	20,3	30,7	-1,2	27,4

(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.

**CUADRO 2.6**

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

Período	Cantidad	Variación % interanual
1996	91.011	n.d.
1997	103.887	14,1
1998	107.184	3,2
1999	93.821	-12,5
2000	90.625	-3,4
2001	79.760	-12,0
2002	82.662	3,6
2003	83.915	1,5
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
Junio	6.974	10,2
Julio	8.189	21,2
Agosto	6.779	3,9
Septiembre	7.432	13,4
Octubre	7.632	3,6
Noviembre	6.814	-2,7
Diciembre	7.158	3,0
2004		
Enero	7.434	-13,6
Febrero	4.438	-6,3

Fuente: Registro de la Propiedad Inmueble.

haciéndolo notablemente en enero (84,7%), aún cuando el receso estival en algunos municipios puede llevar a subestimar los metros a construir (Cuadro 2.7). El Indicador sintético de la actividad de la construcción (ISAC), por su parte, también continuó mostrando un sensible incremento en el último trimestre de 2003 (38,1% interanual) que se prolongó en enero de 2004 (28,3%). Adicionalmente, la variación de la serie desestacionalizada también mostró en enero un alza con respecto al mes anterior (2,5%). Las opiniones sobre el mes de febrero de 2004 (contenidas en la Encuesta Cualitativa de la Construcción) resultaron positivas tanto en las empresas que se dedican a obras privadas como a obras públicas. El saldo de respuestas sobre el nivel de actividad fue positivo, y estiman que el aumento se deberá a la estabilidad de precios y a los nuevos planes de obras públicas anunciados. Con respecto al personal ocupado también coinciden en esperar incorporaciones de mano de obra.

**CUADRO 2.7**  
Superficie a construir registrada por los permisos de edificación (1)

Período	Superficie cubierta en m <sup>2</sup>	Variaciones % interanuales
<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>3.015.099</b>	<b>-39,6</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>	<b>4.885.530</b>	<b>62,0</b>
I Trim.	817.304	36,2
II Trim.	1.551.557	123,8
III Trim.	1.098.845	34,0
IV Trim.	1.417.824	57,2
<b>2004</b>		
Ene	393.455	84,7

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

Fuente: INDEC

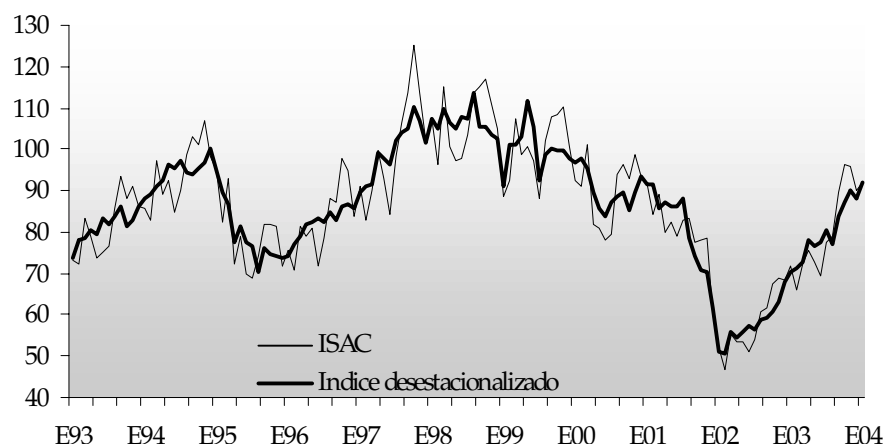
Sobre las necesidades crediticias, el 50% de los que se dedican a obras privadas y el 56,5% de los que realizan obras

públicas expresó que no tomarán créditos en el período. Entre los que requieren crédito, el 52,2% y el 74% de los que se dedican a obras privadas y públicas, respectivamente, manifiestan recurrir al sistema bancario, y mencionaron como principales destinos la financiación de clientes, el pago de salarios y materiales.

### III. Equipo Durable de Producción de Origen Nacional

La inversión en equipo de producción de origen nacional a valores constantes volvió a mostrar una variación interanual positiva y de superior magnitud que en los trimestres anteriores (26,6%), acumulando un incremento promedio anual de 22,3%. Al igual que en los dos trimestres previos la incorporación de material de transporte fue más pronunciada que la de maquinaria y equipo (62,7% y 18,4%, respectivamente), y la misma relación se observó en el acumulado del año (38,8% y 18,2%, respectivamente). A valores corrientes las variaciones del trimestre y del año ascendieron a 25,6% y 33,1%, respectivamente, dada la evolución de los precios implícitos, que fue negativa en el primer caso y positiva en la variación anual.

**GRAFICO 2.8**  
Indicador Sintético de Actividad de la Construcción  
Indice 1997 = 100



**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	2002	2003				Año
	Año	I Trim	II Trim	III Trim	IV Trim	
Automotores:						
Automóviles	-51,6	-32,2	-5,8	80,0	73,3	21,2
Utilitarios	-46,0	0,1	105,7	184,8	151,0	98,8
Carga y pasajeros	-61,1	4,4	-32,5	286,8	88,5	40,3

(1) Estimaciones sujetas a revisión

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

**III.1 Automotores**

En el cuarto trimestre las ventas al mercado interno de material rodante de producción nacional continuaron mostrando notorios aumentos interanuales, atribuible a las mayores ventas de todas las categorías de vehículos, en especial de utilitarios (151%), de carga y pasajeros (88,5%) y de automóviles (73,3%). En el primer bimestre de 2004 volvieron a registrarse alzas generalizadas, pero en esta oportunidad el segmento que

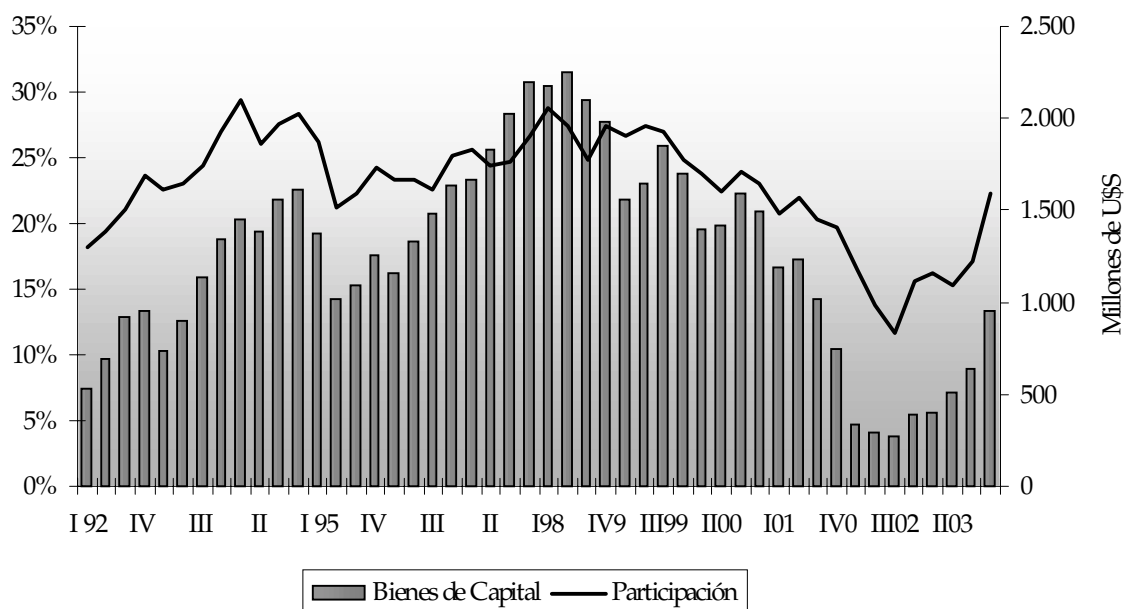
más creció fue el de automóviles (122,8%), seguido de los vehículos de carga y pasajeros (104,7%) y utilitarios (58,4%), aunque el nivel de ventas se encuentra aún en valores muy bajos en relación con los de años previos a 2001.

**IV Equipo Durable de Producción Importado**

La inversión en bienes de capital importados, medida a precios

**GRÁFICO 2.9**

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



constantes, volvió a expandirse con mayor intensidad que en los trimestres previos, con un incremento interanual del 149,6%. A valores corrientes, también se mantiene un crecimiento elevado (98,8%) pero inferior al registrado a precios constantes, al haber estado influida por la baja del 20,4% en los precios implícitos, la cual se originó en la caída de los precios internacionales de los bienes de capital y en la apreciación del peso con respecto al dólar.

Las compras externas de equipo, en el último trimestre de 2003, alcanzaron un valor de U\$S 952,2 millones, monto que representa el 22,2% del total de importaciones. El monto importado de bienes de capital fue 146,6% superior al de igual período del año anterior, resultante de un importante incremento en las cantidades (151,1%) y una baja del 1,8% en los precios<sup>7</sup> (Gráfico 2.7). Las variaciones interanuales de los valores importados fueron acelerándose a lo largo del año, de modo que la variación anual (93%) fue algo inferior a la de los dos últimos trimestres.

Si se tiene en cuenta la procedencia de los bienes de capital

importados se observa un cambio en la participación de las distintas áreas geográficas. De representar el 40,5% de las compras en 2002, el Nafta ha disminuido su participación a 24,6% en 2003, con una ganancia del Mercosur, que pasó de proveer el 16,8% a 34,2% en igual período.

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 años 2002 y 2003<sup>8</sup>. De allí se pueden obtener las siguientes conclusiones:

- Las importaciones totales de bienes de capital, a precios corrientes y a valor CIF se expandieron 93,2% interanual, registrándose aumentos en todos los sectores considerados, que oscilaron entre 13% en el caso de minería, y 619% en el agro. Los mayores incrementos absolutos de las adquisiciones se observaron en la industria (U\$S 252,8 millones), agro (U\$S 230,6 millones), comunicaciones (U\$S 218,2 millones), transporte (U\$S 171,5 millones) y comercio, banca y seguros (U\$S 132,6 millones), aunque fueron también muy significativas las alzas

### CUADRO 2.9

#### Importaciones de bienes de capital por sector productivo (1)

	2002		2003		Variac. % 2003/02
	Miles de U\$S	Partic.%	Miles de U\$S	Partic.%	
<b>Total importaciones</b>	<b>1.294.627</b>	<b>100,0</b>	<b>2.500.605</b>	<b>100,0</b>	<b>93,2</b>
Agro	37.249	2,9	267.837	10,7	619,0
Industria Manufacturera	459.577	35,5	712.350	28,5	55,0
Electricidad, gas y agua	110.785	8,6	192.161	7,7	73,5
Construcción	139.620	10,8	216.961	8,7	55,4
Transporte	299.984	23,2	471.519	18,9	57,2
Comercio, banca y seguros	84.544	6,5	217.133	8,7	156,8
Comunicaciones	79.451	6,1	297.644	11,9	274,6
Salud	46.669	3,6	72.788	2,9	56,0
Investigación	8.263	0,6	17.022	0,7	106,0
Minería	6.237	0,5	7.024	0,3	12,6
Resto sin clasificar	22.248	1,7	28.165	1,1	26,6

(1) Cifras sujetas a revisión

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

<sup>8</sup> Las cifras aquí presentadas y las del comunicado de prensa que publica 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.

en el resto de actividades. A nivel de las partidas consideradas se notó un ligero aumento de la concentración con respecto al año anterior. Las 5 primeras absorbieron el 41,2% de las compras, mientras que en el año precedente absorbieron el 38,7% del total.

- El extraordinario incremento detectado en las importaciones del Agro (619%), que llevó su participación a absorber el 10,7% del total de importaciones de bienes de capital, se debió a las mayores compras de segadoras-trilladoras (948,8%), rubro que representó el 5,5% del total, y tractores de rueda, que con un incremento del 802,9%, alcanzó un 3,9% de las compras. El agro fue el único sector que sobrepasó los niveles de compras registrados en 2001.

- Las compras efectuadas por el sector de mayor peso, la industria manufacturera, si bien crecieron en una proporción inferior a las totales (55%), en valor absoluto registraron el mayor incremento, ajustando la participación en el total de compras externas en torno al 28,5%. Crecieron, por un lado, las incorporaciones de equipos de oficina y cálculo y maquinaria nep. (184,4%), bombas aspirantes, centrífugas y elevadoras de líquidos (55,4%), otras máquinas-herramientas para trabajar metales o carburos metálicos (397,7%), otras máquinas y aparatos mecánicos con funciones especiales (63,1%) y motores eléctricos excepto de corriente continua (56,7%). Se redujeron, en cambio, las adquisiciones de otros grupos electrógenos (-41,3%), laminadores (-77,4%), convertidores, calderas de colada, lingoteras y máquinas de colar y moldear para acería, fundición y metalurgia (-78,7%). Si se tiene en cuenta la demanda de las diversas ramas industriales, agrupadas de igual modo que el Estimador Mensual Industrial (EMI) que calcula el INDEC, se observa que la mayor demanda de equipo, en valores monetarios, correspondió a las industrias metalmeccánica, excluida la automotriz y la textil, los sectores que más crecieron durante 2003. Son también de destacar las mayores compras que realizaron los rubros de productos alimenticios y bebidas, caucho y plástico, sustan-

cias y productos químicos, así como los productores de papel y cartón. El único bloque que mostró una baja en sus importaciones fue el de metálicas básicas.

- En el sector de Comunicaciones las incorporaciones del principal rubro importado, el de los transmisores y transmisores-receptores de televisión, radio, radiotelegrafía y radiofonía, resultaron 495,6% superiores a las del año anterior, recuperando en forma parcial la participación (7,6% del total) que tuvieron en años anteriores a la devaluación del 2002. Otros aparatos para sistemas de transmisión por línea con onda portadora, en cambio, se importaron por un monto 17,3% inferior al del año previo.

- En el sector de Transporte se registró un importante incremento de las importaciones (\$ 171,5 millones), pero en términos porcentuales el aumento (57,2%) fue inferior al total. Las mayores erogaciones se destinaron a la compra de vehículos automotores para el transporte de mercancías o materiales (234,1%), de unidades motrices de carretera para semirremolque (1979,3%), de buques cisterna (936,3%), recipientes de hierro o acero para gas comprimido o licuado (170%) y vehículos automotores de pasajeros destinados al servicio público (409,3%). Disminuyó 69,9%, en cambio, la incorporación de aeronaves de gran porte.

- El incremento de las compras de equipos de oficina, cálculo y maquinaria, cuyas importaciones resultaron 184,4% superiores a las del año anterior, determinó casi con exclusividad la variación observada en el sector Comercio, banca y seguros (156,8%), mientras que las de cajas registradoras se redujeron (-52,3%), quizás desplazadas por las computadoras.

- También en los sectores de Electricidad, gas y agua el incremento detectado (73,5%), se debió en gran medida a las mayores importaciones de equipo de oficina (184,4%) y adicionalmente de instrumentos y aparatos no eléctricos para medir, com-

probar o controlar el flujo de gases (53,4%) y de convertidores estáticos (92,4%).

- En el sector de la Construcción, la evolución del nivel de actividad (34,3%), indujo un aumento casi generalizado de las partidas importadas entre las cuales se destacan otras máquinas para mover, nivelar, excavar, apisonar, perforar y extraer tierra, no autopropulsadas (6161,2%), palas y excavadoras mecánicas autopropulsadas (195,5%) e instrumentos de dibujo, trazo y cálculo (55,5%).

- En el área de Salud, que también registró una variación importante pero inferior en términos porcentuales (56%) al total,

se notó un alza en las compras de instrumentos y aparatos de medicina, cirugía y veterinaria (38,3%) y camiones y furgones para usos especiales (212,5%).

- En el sector de Investigación la mayor demanda (106%) se concentró en dos rubros, los equipos de oficina y cálculo (aumentaron 184,4%) y los instrumentos de control y medición (65,1%).

- Los sectores de Minería y los agrupados en el resto sin clasificar fueron los que registraron los menores incrementos en sus importaciones con respecto al año precedente (12,6% y 26,6%, respectivamente).

### Observaciones a los Cuadros 2.9 y 2.10

Las cifras 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) Revisión 2.

Los rubros identificables a partir de su descripción y naturaleza alcanzan a 78,7% y 75,9% del valor importado en los años 2002 y 2003, respectivamente. Esto implica 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 eléctricos, instrumentos de medición, tambores, depósitos y sistemas. 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.



INVERSION

**CUADRO 2.10**

**Importaciones de bienes de capital - Totales anuales**

*En miles de US dólares*

	2002		2003		Var. 03/02
	Monto	Partic. %	Monto	Partic. %	%
<b>Total General</b>	<b>1.294.627</b>	<b>100,00</b>	<b>2.500.605</b>	<b>100,00</b>	<b>93,2</b>
<b>Agro</b>	<b>37.249</b>	<b>2,88</b>	<b>267.837</b>	<b>10,71</b>	<b>619,0</b>
Ganado bovino vivo p/ reproducción.	37	0,00	227	0,01	512,1
Arados.	1	0,00	30	0,00	2715,2
Sembradoras, plantadoras, transplantadoras, distribuidoras de fertilizantes y esparcidoras de abonos.	329	0,03	1512	0,06	359,5
Escarificadoras, cultivadoras, desbrozadoras y gradas.	67	0,01	517	0,02	670,4
Otras máquinas agrícolas y hortícolas, p/cultivar o preparar la tierra, rodillos p/céspedes y terrenos de deportes.	91	0,01	284	0,01	213,1
Segadoras - trilladoras.	13068	1,01	137053	5,48	948,8
Otras máquinas cosechadoras y trilladoras, segadoras (excepto cortadoras de césped) prensa p/ paja y forraje.	2679	0,21	14997	0,60	459,7
Aventadoras y máquinas similares p/ la limpieza de semillas, granos o legumbres secas y seleccionadoras de huevos, frutas	1758	0,14	4916	0,20	179,7
Máquinas p/ ordeñar.	85	0,01	63	0,00	-25,9
Otras máquinas y aparatos de lechería n.e.p.	4626	0,36	705	0,03	-84,8
Otras máquinas y aparatos p/ la agricultura, horticultura,	981	0,08	3515	0,14	258,3
Tractores de rueda.	10811	0,84	97615	3,90	802,9
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	1365	0,11	3883	0,16	184,4
Herramientas de mano.	126	0,01	389	0,02	207,5
Bombas aspirantes, centrifugas y elevadoras de líquidos.	1160	0,09	1802	0,07	55,4
Grupos electrógenos c/ motores de combustión interna c/	64	0,00	327	0,01	413,7
<b>Industria Manufacturera</b>	<b>459.577</b>	<b>35,50</b>	<b>712.350</b>	<b>28,49</b>	<b>55,0</b>
Sierras de mano (no mecánicas) y hojas p/ sierras de mano y	104	0,01	413	0,02	297,4
Herramientas de mano, lámparas de soldar, yunques, prensas de	2.016	0,16	4.011	0,16	99,0
Calderas generadoras de vapor de agua o de vapores de otras clases	992	0,08	784	0,03	-21,0
Aparatos auxiliares p/ calderas generadoras de vapor, condensadores p/ máquinas de vapor y grupos motores.	135	0,01	119	0,00	-12,1
Partes y piezas, n.e.p.de turbinas de vapor.	250	0,02	468	0,02	86,9
Motores de combustión interna.	6.460	0,50	8.318	0,33	28,8
Motores y generadores de corriente continua.	3.804	0,29	5.715	0,23	50,2
Motores eléctricos excepto de corriente continua.	21.642	1,67	33.904	1,36	56,7
Generadores de corriente alterna.	1.729	0,13	584	0,02	-66,2
Otros grupos electrógenos.	19.703	1,52	11.573	0,46	-41,3
Prensas, estrujadoras y demás aparatos empleados en vinicultura, sidrería, preparación de jugos de frutas e industrias similares.	1.037	0,08	3.482	0,14	235,9
Máquinas de coser.	902	0,07	8.151	0,33	803,9
Máquinas y aparatos para el hilado de materias textiles, sintéticas y	36	0,00	443	0,02	1137,1
Máquinas y aparatos para la preparación de materias textiles,	386	0,03	1.496	0,06	287,5
Máquinas para la hilatura y el retorcido de materias textiles,					
máquinas p/ bobinar (incluidas las canilleras) y devanar materias	1.435	0,11	5.282	0,21	268,0
Telares.	627	0,05	3.661	0,15	483,9

## INVERSION

### CUADRO 2.10 (Cont. 1)

#### Importaciones de bienes de capital - Totales anuales

En miles de US dólares

	2002		2003		Var. 03/02
	Monto	Partic. %	Monto	Partic. %	%
Máquinas de tejer.	1.297	0,10	8.352	0,33	544,0
Máquinas p/ hacer géneros de punto, tules, bordados, pasamanería y mallas, aparatos y máquinas p/ preparar hilados.	1.381	0,11	2.577	0,10	86,6
Máquinas y aparatos p/ la fabricación y el acabado de fieltro, incluidas las máquinas p/ sombrerería y sus hormas.	94	0,01	222	0,01	136,7
Secadoras industriales (excepto los subgrupos 741.6 y 743.5)	51	0,00	364	0,01	610,1
Máquinas p/ el lavado, limpieza y secado, blanqueo, teñido, apresto, acabado y revestimiento de hilados, tejidos y manufacturas textiles, aparatos p/ cortar, plegar o enrollar tejidos etc.	2.394	0,18	7.654	0,31	219,7
Máquinas y aparatos p/ preparar, curtir y trabajar pieles y cueros y sus partes n.e.p.	6.954	0,54	5.695	0,23	-18,1
Máquinas p/ fabricar pulpa celulósica.	534	0,04	1.507	0,06	182,3
Máquinas p/ fabricar o preparar papel o cartón.	2.305	0,18	5.651	0,23	145,2
Máquinas y aparatos p/ trabajar pasta de papel, papel y cartón, incluidas las cortadoras de toda clase.	1.988	0,15	4.315	0,17	117,0
Máquinas p/ fundir y componer caracteres de imprenta, máquinas, aparatos y material p/ clisar de estenotipia y análogos.	378	0,03	1.815	0,07	379,9
Otras máquinas impresoras.	1.897	0,15	5.330	0,21	180,9
Máquinas auxiliares de imprenta.	125	0,01	449	0,02	259,8
Máquinas y aparatos p/ encuadernar.	806	0,06	408	0,02	-49,4
Maquinaria p/ molinería y demás maquinaria p/ tratamiento de cereales y legumbres secas, c/ exclusión de maquinaria tipo rural.	928	0,07	9.703	0,39	945,4
Maquinarias y aparatos mecánicos p/ la industria de grasas y aceites animales y vegetales.	842	0,07	1.745	0,07	107,3
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	7.536	0,58	10.017	0,40	32,9
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.	489	0,04	1.166	0,05	138,4
Máquinas y herramientas p/ el trabajo de corcho, madera, hueso, ebonita, materias plásticas artificiales y otras materias duras análogas.	2.843	0,22	3.650	0,15	28,4
Máquinas y aparatos p/ aglomerar, moldear o configurar combustibles minerales sólidos, pastas cerámicas, cemento, yeso, u otras materias minerales en polvo o en pasta.	746	0,06	768	0,03	2,9
Máquinas p/ trabajar el vidrio, máquinas p/ el montaje de lámparas, tubos y válvulas eléctricas electrónicas y similares y sus partes n.e.p.	71	0,01	2.692	0,11	3682,2
Máquinas y aparatos mecánicos para la industria del caucho y materiales plásticos artificiales.	21.221	1,64	26.925	1,08	26,9
Máquinas y aparatos mecánicos p/ industria tabacalera, n.e.p.	369	0,03	594	0,02	61,0
Máquinas y aparatos mecánicos p/ el tratamiento de la madera.	1.085	0,08	36	0,00	-96,6
Máquinas y aparatos mecánicos p/ el tratamiento de metales o carburos mecánicos.	1.489	0,11	1.590	0,06	6,8
Otras máquinas y aparatos mecánicos que tengan funciones especiales, n.e.p.	22.404	1,73	36.545	1,46	63,1
Parte y piezas de máquinas para trabajar caucho o plástico.	433	0,03	693	0,03	60,0
Máquinas herramientas para el trabajo de materiales por remoción de material	148	0,01	404	0,02	174,0
Máquinas y herramientas p/ trabajar metales y carburos metálicos.	123	0,01	1.452	0,06	1080,1
Máquinas p/ tallar engranajes.	1.530	0,12	326	0,01	-78,7
Tornos para trabajar metales.	2.611	0,20	13.876	0,55	431,4
Escariadoras o fresadoras.	1.346	0,10	11.210	0,45	732,9

## INVERSION

**CUADRO 2.10 (Cont. 2)**  
**Importaciones de bienes de capital - Totales anuales**  
*En miles de US dólares*

	2002		2003		Var. 03/02
	Monto	Partic. %	Monto	Partic. %	%
Perforadoras y taladradoras p/ trabajar metales.	1.237	0,10	3.887	0,16	214,2
Máquinas de aserrar para trabajar metales.	570	0,04	2.424	0,10	325,4
Aterrajadoras y máquinas p/ cortar tornillos.	74	0,01	293	0,01	296,5
Afiladoras, limadoras, pulidoras, amoladoras, etc.	4.103	0,32	1.912	0,08	-53,4
Máquinas p/ forjar, estampar y trabajar metales.	2.566	0,20	305	0,01	-88,1
Máquinas p/ curvar, doblar, enderezar, conformar y trabajar metales.	1.583	0,12	1.267	0,05	-20,0
Máquinas p/ cizallar, dentar, punzonar y trabajar metales.	2.622	0,20	1.618	0,06	-38,3
Otras prensas p/ trabajar metales.	1.950	0,15	1.578	0,06	-19,1
Otras máquinas-herramientas p/ trabajar metales o carburos metálicos.	3.566	0,28	17.820	0,71	399,7
Portapiezas y cabezales de roscar.	1.018	0,08	3.129	0,13	207,2
Convertidores, calderas de colada, lingoteras y máquinas de colar y moldear p/ acería, fundición y metalurgia.	6.206	0,48	1.323	0,05	-78,7
Laminadores.	8.410	0,65	1.905	0,08	-77,4
Máquinas y aparatos de gas p/ soldar, cortar y p/ temple superficial y sus partes.	28	0,00	88	0,00	209,9
Máquinas y aparatos eléctricos para soldar.	2.805	0,22	8.401	0,34	199,5
Hornos eléctricos industriales y de laboratorio (tratamientos térmicos por inducción o por pérdidas dieléctricas) y sus partes, n.e.p.	1.136	0,09	3.090	0,12	172,0
Hornos industriales y de laboratorios, no eléctricos y sus partes n.e.p.	2.496	0,19	2.831	0,11	13,4
Refrigeradores y equipos de refrigeración (eléctricos y de otro tipo), excluidos los del tipo doméstico.	10.447	0,81	18.280	0,73	75,0
Aparatos y dispositivos para el tratamiento de materias que impliquen un cambio de temperatura.	23.908	1,85	30.599	1,22	28,0
Centrifugadoras.	2.328	0,18	8.109	0,32	248,3
Calandrias y laminadores, excepto los laminadores p/ metales y las máquinas p/ laminar el vidrio; cilindros p/ dichas máquinas, y sus partes.	1.037	0,08	1.196	0,05	15,3
Máquinas y aparatos para limpiar o secar botellas y otros recipientes.	20.926	1,62	20.991	0,84	0,3
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.	3.033	0,23	3.312	0,13	9,2
Aparatos mecánicos p/ proyectar, dispersar o pulverizar materias líquidas o en polvo.	19.268	1,49	27.624	1,10	43,4
Máquinas automáticas para la venta.	222	0,02	174	0,01	-21,5
Cajas de fundición, moldes y copillas p/ metales.	17.282	1,33	13.950	0,56	-19,3
Herramientas y máquinas-herramientas electromecánicas (con motor incorporado), de uso manual y sus partes.	1.893	0,15	0	0,00	-
Máquinas y aparatos eléctricos con funciones especiales.	0	0,00	899	0,04	-
Otras máquinas y aparatos eléctricos con funciones especiales.	16.355	1,26	20.226	0,81	23,7
Electroimanes, imanes permanentes, imantados o no, etc.; embragues, cambios de velocidad y frenos electromagnéticos.	2.133	0,16	3.265	0,13	53,1
Pesqueros de arrastre y buques de pesca, fábricas flotantes y barcos.	26.891	2,08	24.647	0,99	-8,3
Máquinas y aparatos no eléctricos p/ ensayos mecánicos.	701	0,05	1.007	0,04	43,7
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	34.135	2,64	97.072	3,88	184,4
Herramientas de mano.	1.138	0,09	3.498	0,14	207,5
Bombas aspirantes, centrifugas y elevadoras de líquidos.	26.682	2,06	41.457	1,66	55,4
Máquinas y aparatos p/ el filtrado o la depuración de líquidos o gases.	26.319	2,03	31.409	1,26	19,3
Carretillas, montacargas y demás aparatos p/transportar mercancías.	19.971	1,54	30.752	1,23	54,0
Grupos electrógenos c/ motores de combustión interna c/ émbolo.	1.211	0,09	6.221	0,25	413,7
Instrumentos de control y medición.	7.849	0,61	12.961	0,52	65,1
Depósitos, cisternas, bidones, tambores, etc.	7.803	0,60	6.696	0,27	-14,2

## INVERSION

### CUADRO 2.10 (Cont. 3)

#### Importaciones de bienes de capital - Totales anuales

En miles de US dólares

	2002		2003		Var. 03/02
	Monto	Partic. %	Monto	Partic. %	%
<b>Electricidad, gas y agua</b>	<b>110.785</b>	<b>8,56</b>	<b>192.161</b>	<b>7,68</b>	<b>73,5</b>
Convertidores rotativos.	39	0,00	14	0,00	-65,6
Otras máquinas y motores hidráulicos.	3.877	0,30	6.262	0,25	61,5
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.	36	0,00	64	0,00	76,8
Transformadores de dieléctrico líquido.	10.206	0,79	1.981	0,08	-80,6
Otros transformadores eléctricos.	3.670	0,28	5.195	0,21	41,6
Convertidores estáticos, rectificadores y aparatos rectificadores.	15.520	1,20	29.862	1,19	92,4
Bobinas de reacción de autoinducción.	1.825	0,14	4.621	0,18	153,2
Condensadores eléctricos, fijos o variables.	4.592	0,35	9.424	0,38	105,2
Medidores de suministro y producción de gases, líquidos y electricidad, medidores p/ calibrarlos.	2.649	0,20	8.239	0,33	211,0
Instrumentos y aparatos no eléctricos para medir, comprobar o controlar el flujo de gases.	37.330	2,88	57.273	2,29	53,4
Otros instrumentos y aparatos para medir o verificar cantidades eléctricas.	521	0,04	724	0,03	39,0
Instrumentos y aparatos electrónicos para medir o detectar radiaciones ionizantes.	439	0,03	797	0,03	81,4
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	15.019	1,16	42.712	1,71	184,4
Herramientas de mano.	202	0,02	622	0,02	207,5
Bombas aspirantes, centrífugas y elevadoras de líquidos.	3.867	0,30	6.008	0,24	55,4
Máquinas y aparatos p/ el filtrado o la depuración de líquidos o gases.	3.418	0,26	4.079	0,16	19,3
Grupos electrógenos c/ motores de combustión interna c/ émbolo.	510	0,04	2.619	0,10	413,7
Instrumentos de control y medición.	7.064	0,55	11.665	0,47	65,1
<b>Construcción</b>	<b>139.620</b>	<b>10,78</b>	<b>216.961</b>	<b>8,68</b>	<b>55,4</b>
Tractores orugas.	1.127	0,09	5.200	0,21	361,6
Apisonadoras de propulsión mecánica.	453	0,04	1.611	0,06	255,5
Explanadoras, topadoras angulares y niveladoras autopropulsadas.	880	0,07	6.514	0,26	640,1
Palas y excavadoras mecánicas autopropulsadas.	7.341	0,57	21.689	0,87	195,5
Otras máquinas niveladoras, excavadoras, apisonadoras, perforadoras y extractoras de tierra, minerales o menas.	968	0,07	2.591	0,10	167,7
Perforadoras y máquinas ahoyadoras, no autopropulsadas.	11.778	0,91	5.817	0,23	-50,6
Martillos, pilones, quitanieves no autopropulsadas.	0	0,00	48	0,00	-
Otras máquinas para mover, nivelar, excavar, apisonar, perforar y extraer tierra, no autopropulsadas.	356	0,03	22.311	0,89	6161,2
Maquinaria para obras públicas, edificios y obras similares, n.e.p.	1.020	0,08	168	0,01	-83,5
Bombas y compresores de aire u otros gases.	80.212	6,20	84.838	3,39	5,8
Ascensores y "skips".	4.008	0,31	1.334	0,05	-66,7
Herramientas y máquinas-herramientas neumática o con motor incorporado que no sea eléctrico.	1.571	0,12	9.073	0,36	477,5
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.	2.412	0,19	3.753	0,15	55,6
Instrumentos no eléctricos de topografía, hidrografía, meteorología, hidrología y geotísica; brújulas, telémetros, etc.	913	0,07	8.305	0,33	810,1

INVERSION

**CUADRO 2.10 (Cont. 4)**

**Importaciones de bienes de capital - Totales anuales**

*En miles de US 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.	14.988	1,16	23.313	0,93	55,5
Instrumentos, aparatos y máquinas de medición o verificación.	971	0,07	1.568	0,06	61,6
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	1.365	0,11	3.883	0,16	184,4
Herramientas de mano.	632	0,05	1.944	0,08	207,5
Bombas aspirantes, centrifugas y elevadoras de líquidos.	3.867	0,30	6.008	0,24	55,4
Máquinas y aparatos p/ el filtrado o la depuración de líquidos o gases.	684	0,05	816	0,03	19,3
Carretillas, montacargas y demás aparatos p/transportar mercancías.	1.406	0,11	2.166	0,09	54,0
Grupos electrógenos c/ motores de combustión interna c/ émbolo .	159	0,01	819	0,03	413,7
Instrumentos de control y medición.	1.308	0,10	2.160	0,09	65,1
Depósitos, cisternas, bidones, tambores, etc.	1.200	0,09	1.030	0,04	-14,2
<b>Transporte</b>	<b>299.984</b>	<b>23,17</b>	<b>471.519</b>	<b>18,86</b>	<b>57,2</b>
Recipientes de hierro o de acero para gas comprimido o licuado.	10.261	0,79	27.703	1,11	170,0
Recipientes de aluminio para gas comprimido o licuado.	112	0,01	394	0,02	250,8
Grúas para barcos, grúas (excepto teleféricos), estructuras móviles para levantar cargas.	813	0,06	619	0,02	-23,9
Aparatos de radioguía, radar, y radio telemando.	5.510	0,43	14.230	0,57	158,3
Aparatos eléctricos p/ control de tráfico p/ vías férreas, caminos y vías acuáticas interiores y equipos similares utilizados en puertos y aeropuertos.	792	0,06	451	0,02	-43,0
Vehículos automotores p/ el transporte de mercancías o materiales.	65.356	5,05	218.375	8,73	234,1
Vehículos automotores de pasajeros del tipo destinado a servicios públicos.	3.830	0,30	19.504	0,78	409,3
Unidades motrices de carretera p/ semirremolques.	2.296	0,18	47.746	1,91	1979,3
Remolques y semirremolques para el transporte de mercancías.	1.322	0,10	4.268	0,17	222,8
Contenedores especialmente diseñados y equipados para su uso en uno o más medios de transporte.	427	0,03	405	0,02	-5,1
Otros vehículos s/ propulsión mecánica.	482	0,04	1.013	0,04	110,2
Locomotoras eléctricas.	0	0,00	0	0,00	-
Vagones de ferrocarril y de tranvía, furgones y camiones con propulsión mecánica.	6.459	0,50	0	0,00	-
Vagones de ferrocarriles, tranvías para pasajeros, furgones.	3.233	0,25	0	0,00	-
Furgones de carga, vagones y camiones de carga de ferrocarril y de tranvía sin propulsión mecánica.	15	0,00	4	0,00	-70,1
Accesorios para vías férreas y de tranvías.	136	0,01	288	0,01	111,7
Helicópteros.	1.708	0,13	3.680	0,15	115,5
Aeronaves con propulsión mecánica, cuyo peso oscile entre los 2,000 y 15,000 kgrs.	1.071	0,08	13.822	0,55	1191,1
Aeronaves con propulsión mecánica, cuyo peso sea mayor a los 15.000 kg.	181.595	14,03	54.688	2,19	-69,9
Buques cisternas de cualquier tipo.	3.500	0,27	36.269	1,45	936,3
Otros buques para el traslado de mercancías.	589	0,05	0	0,00	-
Embarcaciones diseñadas especialmente para remolcar o empujar a otras embarcaciones.	0	0,00	7.430	0,30	-
Buques faros, buques bombas, dragas de toda clase, pontones grúas, etc.	289	0,02	1.105	0,04	282,9
Estructuras flotantes distintas de las embarcaciones (boyas, cajones, etc.).	305	0,02	402	0,02	31,7
Instrumentos no eléctricos de navegación, brújulas.	817	0,06	1.965	0,08	140,5
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	1.365	0,11	3.883	0,16	184,4
Carretillas, montacargas y demás aparatos p/transportar mercancías.	3.375	0,26	5.198	0,21	54,0
Depósitos, cisternas, bidones, tambores, etc.	2.401	0,19	2.060	0,08	-14,2
Camiones y furgones p/ usos especiales.	1.925	0,15	6.017	0,24	212,5

## INVERSION

### CUADRO 2.10 (Cont. 5)

#### Importaciones de bienes de capital - Totales anuales

En miles de US dólares

	2002		2003		Var. 03/02
	Monto	Partic. %	Monto	Partic. %	%
<b>Comercio, banca y seguros</b>	<b>84.544</b>	<b>6,53</b>	<b>217.133</b>	<b>8,68</b>	<b>156,8</b>
Cajas fuertes, cajas de caudales, cámaras blindadas o acorazadas.	81	0,01	97	0,00	19,9
Máquinas p/ lavar ropa c/ una capacidad superior a 6 kg de ropa seca.	55	0,00	188	0,01	244,4
Máquinas de limpieza en seco.	0	0,00	0	0,00	-
Bombas p/ el expendio de combustibles o lubricantes.	127	0,01	771	0,03	504,9
Escaleras mecánicas y aceras rodantes.	715	0,06	548	0,02	-23,4
Aparatos automáticos para la venta de cigarrillos, comestibles, etc.	0	0,00	0	0,00	-
Máquinas de escribir automáticas; máquinas de proces.	14	0,00	36	0,00	158,7
Otras máquinas de escribir no eléctricas.	27	0,00	26	0,00	-4,7
Cajas registradoras con dispositivo totalizador.	4.236	0,33	2.020	0,08	-52,3
Máquinas p/ franquear correspondencia, emitir billetes y otras similares con dispositivo totalizador.	44	0,00	1.147	0,05	2505,7
Fonógrafos eléctricos acondicionados por monedas	0	0,00	0,00	0,00	-
Circos y zoológicos ambulantes	0	0,00	6,535	0,00	-
Tiovivos, columpios, barracas del tiro al blanco y demás atracciones p/ ferias, circos, zoológicos y teatros ambulantes.	311	0,02	57	0,00	-81,8
Maniqués y análogos, autómatas y escenas animadas p/ escaparate.	43	0,00	90	0,00	112,8
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	66.905	5,17	190.260	7,61	184,4
Herramientas de mano.	177	0,01	544	0,02	207,5
Bombas aspirantes, centrífugas y elevadoras de líquidos.	1.933	0,15	3.004	0,12	55,4
Máquinas y aparatos p/ el filtrado o la depuración de líquidos o gases.	1.709	0,13	2.040	0,08	19,3
Carretillas, montacargas y demás aparatos p/transportar mercancías.	3.375	0,26	5.198	0,21	54,0
Grupos electrógenos c/ motores de combustión interna c/ émbolo.	1.052	0,08	5.402	0,22	413,7
Instrumentos de control y medición.	3.140	0,24	5.185	0,21	65,1
Depósitos, cisternas, bidones, tambores, etc.	600	0,05	515	0,02	-14,2
<b>Comunicaciones</b>	<b>79.451</b>	<b>6,14</b>	<b>297.644</b>	<b>11,90</b>	<b>274,6</b>
Máquinas rotativas de imprimir.	4.406	0,34	10.893	0,44	147,2
Grabadores y reproductores magnéticos de la imagen y el sonido de televisión.	1.948	0,15	8.265	0,33	324,2
Grabadores del sonido, con dispositivos para la reproducción del sonido o sin ellos	24	0,00	219	0,01	806,4
Dictáfonos y otros grabadores y reproductores del sonido.	164	0,01	222	0,01	34,9
Aparatos eléctricos p/ telefonía y telegrafía con hilos.	3.249	0,25	7.009	0,28	115,8
Teléfonos.	2.460	0,19	7.139	0,29	190,2
Teleimpresoras.	814	0,06	2.406	0,10	195,7
Otros aparatos para sistemas de transmisión por línea con onda portadora	13.585	1,05	11.229	0,45	-17,3
Otros aparatos telefónicos o telegráficos.	187	0,01	472	0,02	152,8
Micrófonos (y sus soportes); altavoces; amplificadores eléctricos de audiofrecuencia.	3.810	0,29	10.257	0,41	169,2
Transmisores y transmisores-receptores de televisión, radio, radiotelegrafía y radiotelefonía.	31.781	2,45	189.297	7,57	495,6
Receptores de radiotelefonía o radiotelegrafía.	473	0,04	429	0,02	-9,4
Cámaras de televisión.	2.246	0,17	10.380	0,42	362,1
Cámaras cinematográficas, proyectores, grabadores y reproductores del sonido p/ películas entre los 8 y 16 mm.	0	0,00	85	0,00	-
Proyectores cinematográficos.	1	0,00	45	0,00	5439,9
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	12.289	0,95	34.946	1,40	184,4
Herramientas de mano.	253	0,02	777	0,03	207,5
Grupos electrógenos c/ motores de combustión interna c/ émbolo.	191	0,01	982	0,04	413,7
Instrumentos de control y medición.	1.570	0,12	2.592	0,10	65,1

**CUADRO 2.10 (Cont. 6)**

**Importaciones de bienes de capital - Totales anuales**

*En miles de US dólares*

	2002		2003		Var. 03/02
	Monto	Partic. %	Monto	Partic. %	%
<b>Salud</b>	<b>46.669</b>	<b>3,60</b>	<b>72.788</b>	<b>2,91</b>	<b>56,0</b>
Aparatos electromédicos (excepto aparatos radiológicos).	2.425	0,19	2.749	0,11	13,4
Electrocardiógrafos.	1.008	0,08	2.829	0,11	180,5
Otros aparatos eléctricos de diagnóstico.	855	0,07	1.769	0,07	106,9
Aparatos que utilicen rayos X o radiaciones de sustancias radioactivas.	3.832	0,30	6.735	0,27	75,8
Aparatos basados en el uso de rayos X, sean o no para usos médicos.	1.407	0,11	1.349	0,05	-4,1
Mobiliario p/ uso médico, dental, quirúrgico, o veterinario, mesas de operación, camas de hospital, sillones de dentista, etc.	1.264	0,10	1.550	0,06	22,6
Aparatos e instrumentos de óptica n.e.p.	836	0,06	2.101	0,08	151,4
Instrumentos y aparatos de odontología.	245	0,02	167	0,01	-31,7
Instrumentos y aparatos de medicina, cirugía y veterinaria.	28.104	2,17	38.858	1,55	38,3
Aparatos de mecanoterapia y masaje, aparatos de psicotecnia, de respiración artificial, de ozonoterapia y aparatos similares.	2.377	0,18	3.558	0,14	49,7
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	1.365	0,11	3.883	0,16	184,4
Máquinas y aparatos p/ el filtrado o la depuración de líquidos o gases.	1.025	0,08	1.224	0,05	19,3
Camiones y furgones p/ usos especiales.	1.925	0,15	6.017	0,24	212,5
<b>Investigación</b>	<b>8.263</b>	<b>0,64</b>	<b>17.022</b>	<b>0,68</b>	<b>106,0</b>
Globos y dirigibles.	12	0,00	2	0,00	-81,1
Instrumentos de astronomía y cosmografía, n.e.p. y sus armazones c/ exclusión de los aparatos de radiotelefonía.	25	0,00	145	0,01	474,3
Microscopios y difractógrafos electrónicos y protónicos.	67	0,01	173	0,01	157,8
Microscopios ópticos compuestos, incluidos los aparatos c/ dispositivos p/ fotografiar o proyectar la imagen.	195	0,02	295	0,01	51,5
Equipos de oficina y cálculo, y maquinaria n. esp.	2.731	0,21	7.766	0,31	184,4
Instrumentos de control y medición.	5.233	0,40	8.641	0,35	65,1
<b>Minería</b>	<b>6.237</b>	<b>0,48</b>	<b>7.024</b>	<b>0,28</b>	<b>12,6</b>
Máquinas y aparatos p/ cribar, clasificar, separar o lavar tierras, piedras, menas u otras materias minerales sólidas.	1.474	0,11	1.779	0,07	20,6
Máquinas y aparatos p/ triturar y quebrantar tierras, piedras, menas u otras materias minerales sólidas.	1.823	0,14	1.520	0,06	-16,6
Máquinas y aparatos p/ mezclar o amasar tierra, piedras, menas u otras materias minerales sólidas.	754	0,06	699	0,03	-7,3
Bombas aspirantes, centrífugas y elevadoras de líquidos.	1.160	0,09	1.802	0,07	55,4
Máquinas y aparatos p/ el filtrado o la depuración de líquidos o gases.	1.025	0,08	1.224	0,05	19,3
<b>Resto</b>	<b>22.248</b>	<b>1,72</b>	<b>28.165</b>	<b>1,13</b>	<b>26,6</b>
Otras máquinas y motores n.e.p.	2.497	0,19	3.819	0,15	52,9
Quemadores p/ alimentación de hogares, de combustibles líquidos y sólidos.	1.260	0,10	591	0,02	-53,1
Ventiladores, sopladores y otros aparatos similares y sus partes.	6.304	0,49	7.774	0,31	23,3
Copiadores etnográficos o de disés.	51	0,00	177	0,01	244,8
Aparatos eléctricos de señalización acústica o visual (timbres, sirenas, alarmas).	3.804	0,29	4.614	0,18	21,3
Otros artefactos y aparatos eléctricos con funciones individuales, n.e.p.	240	0,02	1.507	0,06	528,0
Cuentarrevoluciones, contadores de producción, taxímetros, cuentakilómetros, etc.	6.839	0,53	8.220	0,33	20,2
Aparatos registradores de la hora, c/ mecanismo de relojería, o c/ motor sincrónico p/ medir el tiempo.	777	0,06	177	0,01	-77,2
Interruptores horarios con mecanismo de relojería o con motor sincrónico.	388	0,03	894	0,04	130,5
Otros artículos de metales preciosos o de chapado de metales preciosos.	87	0,01	392	0,02	349,0

*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.*

# Empleo e ingresos

## I. Las principales variables socioeconómicas - Año 2003

### I.1 Los cambios en la medición del mercado de trabajo y de los ingresos

■ Afectos de captar más sensiblemente los cambios producidos en el mercado de trabajo argentino, a partir de 2003 el INDEC realizó un proceso de reformulación integral de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) con el objetivo de reelaborar las metodologías conceptuales y operativas de la medición.

La tradicional encuesta puntual, difundida dos veces al año (mayo y octubre), ha sido suplantada por una encuesta continua de carácter trimestral.<sup>1</sup> El relevamiento se efectúa en los principales 28 aglomerados urbanos del país<sup>2</sup>, presentándose información con carácter trimestral por regiones y por aglomerados con población con 500 mil habitantes o superior, y otra con carácter semestral en la que se agregan los aglomerados con menos de 500 mil habitantes.

Los cambios metodológicos introducidos apuntan a una mayor captación de población económicamente activa, ya sea en su

condición de ocupados como desocupados. Es por ello que los niveles de las tasas de actividad observados en la “EPH continua” son mayores a los de la “EPH puntual”.

La mayor captación de ocupados se debe, básicamente, al rescate de modos de inserción laboral de frecuencia más irregular<sup>3</sup>.

En cuanto a la desocupación, los niveles de la “EPH continua” son mayores. Este cambio de nivel puede asociarse principalmente al hecho que se ha incrementado el denominado período de referencia, pasando de una semana a 30 días<sup>4</sup> y a la incorporación de búsquedas más pasivas de trabajo.<sup>5</sup>

La “EPH continua” mantiene la cobertura temática respecto de los ingresos de la población, aún cuando se introdujeron cambios en la metodología de captación para obtener una mayor diferenciación de algunos componentes salariales. También indagó acerca de las diversas modalidades de obtención de ingresos monetarios y no monetarios (en especie) que utilizan los hogares para su manutención.

Sin embargo, cabe aclarar que las estimaciones de pobreza e

<sup>1</sup> “La introducción de todos estos cambios tiene que ver con la consolidación, en el curso de los 90, de un mercado de trabajo muy diferente al que existía al momento de la formulación inicial de la EPH, en la década del 70, cuyas principales características eran la estabilidad de los empleos y el carácter formal de las ocupaciones urbanas”, Informe de Prensa 23, 12,2003.

<sup>2</sup> Los aglomerados San Nicolás- Villa Constitución, Rawson- Trelew y Viedma- Carmen de Patagones serán incorporados en el año 2005.

<sup>3</sup> Cabe señalar que este “rescate” de ocupados ya se había implementado en los Censos Nacionales de Población del año 1991 y 2001.

<sup>4</sup> También utilizado en los últimos dos Censos de Población.

<sup>5</sup> Implica la captación de formas de búsqueda no declaradas espontáneamente por el encuestado.



indigencia se derivan exclusivamente de los ingresos monetarios, es decir que no se efectúa ninguna valorización de los ingresos en especies.

La información referida al mercado de trabajo tendrá divulgación trimestral, en tanto que los indicadores de pobreza e indigencia serán difundidos semestralmente.<sup>6</sup>

### 1.2 La evolución de los indicadores del mercado de trabajo en el año 2003

Las mediciones a través de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) realizadas durante 2003 por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) revelaron un aumento del empleo acompañado por una caída de la desocupación. Al mismo

tiempo, se registró un descenso en los niveles de indigencia y de pobreza.

Cabe aclarar que estos primeros resultados incluyen períodos del año que aún no han sido analizados. Por ello se podrían estar combinando situaciones asociadas con diversos tipos de estacionalidad con un cambio más extendido, reflejo de la clara mejoría económica registrada durante el año 2003.

Por lo tanto, en esta oportunidad algunos comportamientos erráticos no serán posibles de explicar a partir de los resultados disponibles.

En el Cuadro 3.1 se puede observar que en los cuatro trimestres de 2003 la tasa de actividad del total de aglomerados se mantuvo casi sin variaciones, mientras que se verificó un crecimiento

**CUADRO 3.1**  
Evolución de los principales indicadores laborales en 2003  
En %

Apertura trimestral	Tasa de actividad				Tasa de empleo				Tasa de desocupación			
	I T	II T (1)	III T	IV T	I T	II T (1)	III T	IV T	I T	II T (1)	III T	IV T
<b>Total aglomerados</b>	45,6	45,6	45,7	45,7	36,3	37,4	38,2	39,1	20,4	17,8	16,3	14,5
Gran Buenos Aires	47,6	47,8	48,2	47,5	37,3	38,9	39,7	40,1	21,7	18,7	17,7	15,6
Aglomerados del Interior	43,2	42,8	42,7	43,6	35,0	35,7	36,5	37,9	18,8	16,6	14,5	13,1
Aglomerados de 500.000 y más habitantes	46,8	46,8	46,9	46,8	36,8	38,2	38,9	39,7	21,4	18,5	17,1	15,2
Aglomerados de menos de 500.000 habitantes	41,2	40,7	41,5	42,0	34,4	34,7	35,9	37,0	16,5	14,7	13,4	12,0
Región Cuyo	43,3	43,9	43,6	43,4	36,6	37,3	38,2	38,5	15,5	15,2	12,4	11,2
Región Noreste	36,1	35,7	36,8	38,3	30,8	31,3	32,7	34,5	14,7	12,5	11,3	9,9
Región Noroeste	41,8	40,7	41,3	42,4	33,9	33,8	35,4	36,6	18,8	17,0	14,1	13,8
Región Pampeana	45,3	45,3	44,5	45,6	35,8	36,9	37,2	39,1	21,1	18,4	16,4	14,4
Región Patagónica	42,7	41,9	41,3	41,2	37,4	37,7	37,8	37,7	12,3	10,1	8,6	8,6
Ciudad de Buenos Aires	51,3	53,5	52,7	53,5	42,4	46,5	45,8	47,4	17,4	13,1	13,0	11,3
Partidos del Gran Buenos Aires	46,5	46,1	46,9	45,8	35,8	36,6	37,8	37,9	23,1	20,6	19,3	17,1
Gran La Plata	45,9	46,0	48,9	48,4	36,8	39,1	41,5	41,8	19,7	15,1	15,2	13,7
Gran Rosario	44,1	44,6	44,4	44,3	34,2	34,4	35,8	36,9	22,4	22,9	19,4	16,6
Gran Mendoza	44,3	44,8	43,5	42,4	36,8	37,9	38,0	37,1	16,9	15,5	12,7	12,4
Gran Córdoba	45,6	45,1	43,1	45,4	34,8	36,3	36,8	40,1	23,6	19,5	14,7	11,7
Gran Tucumán - Tafí Viejo	41,7	39,2	39,6	42,7	32,9	33,3	34,5	36,2	21,2	15,0	12,9	15,2
Mar del Plata - Batán	50,6	48,9	44,1	49,1	41,5	40,8	36,7	41,3	18,1	16,5	16,8	15,9

(1) Sin Santa Fé-Santo Tomé.

Fuente: Dirección Nacional de Políticas Macroeconómicas sobre la base de información de INDEC.

<sup>6</sup> A efectos de una mayor interiorización sobre la nueva metodología, se pueden consultar los documentos: "Encuesta Permanentes de Hogares: cambios metodológicos" y "La nueva Encuesta Permanente de Hogares en Argentina", en la página web del INDEC ([www.indec.mecon.gov.ar](http://www.indec.mecon.gov.ar))

en la tasa del empleo y un descenso en la tasa de desocupación.

Se observa que entre el tercer y el cuarto trimestre del 2003 la tasa de empleo de los Aglomerados del Interior creció en mayor proporción que la del Gran Buenos Aires, a diferencia de la primera mitad del año, cuando la tasa de empleo del Gran Buenos Aires reaccionaba con mayor intensidad que la del interior. La baja en la tasa de desempleo es más intensa en los aglomerados del interior que en el Gran Buenos Aires a lo largo del año.

Si se diferencia a las ciudades según su tamaño es posible destacar que:

\* Los aglomerados de 500 mil y más habitantes mantuvieron la tasa de actividad, y el incremento más destacable de la tasa de empleo se observó entre el primero y el segundo trimestres, coincidiendo con la reducción más importante de la tasa de desocupación.

\* La tasa de actividad de los aglomerados de menor tamaño relativo observa un comportamiento más errático, probablemente afectado por la ausencia de Santa Fe-Santo Tomé en el

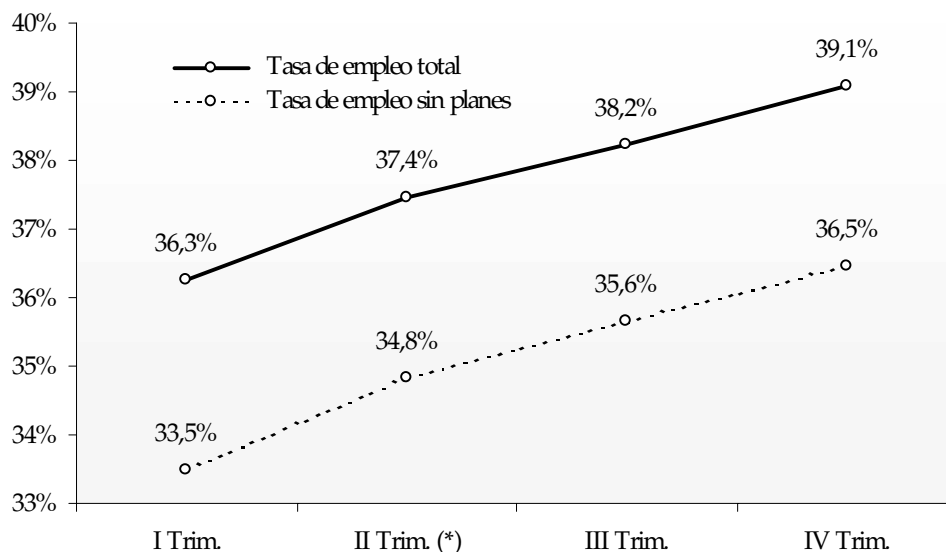
segundo trimestre. El incremento de la tasa de empleo se observa nítidamente entre el tercero y cuarto trimestres. La tasa de desocupación desciende continuamente.

El análisis por región indica que en todas las regiones se incrementó la tasa de empleo y se redujo la tasa de desocupación. La diferencia se observa en el comportamiento de la tasa de actividad. En Cuyo se mantiene, en el Nordeste se incrementa fuertemente hacia fin de año y en la Patagonia se reduce constantemente. En Noroeste y Pampeana tiene un comportamiento errático en algún trimestre (segundo y tercero, respectivamente), que podría asociarse con cuestiones estacionales.

Por último, entre las ciudades de mayor tamaño los comportamientos más destacados son:

\* Tanto Mar del Plata como Tucumán muestran signos de estacionalidad. En Mar del Plata el primero y cuarto trimestres están influidos por la actividad turística. En Tucumán, el período de zafra azucarera que se extiende durante el segundo y tercer trimestres reduce la presión sobre el mercado de trabajo de la ciudad capital.

**GRAFICO 3.1**  
Evolución de la tasa de empleo total y de la tasa de empleo sin planes  
Año 2003



(\*) Sin Santa Fé-Santo Tomé.

\* En los Partidos del Gran Buenos Aires y en el Gran Rosario se observa un aumento de la tasa de empleo y una disminución de la tasa de desempleo a lo largo de los trimestres. Es interesante la diferencia que se observa en la tasa de actividad: mientras en Rosario mantiene niveles similares en los Partidos del Gran Buenos Aires disminuye en el último trimestre. Esta diversidad podría explicarse por la diferencia en los niveles salariales obtenidos. Se podría pensar que en Buenos Aires tenderían a reducir la participación económica de los miembros secundarios de los hogares, en tanto que en Rosario aún se requiere de ingresos adicionales.

Por último, el rasgo más destacado observado a lo largo del año 2003 ha sido el incremento de la tasa de empleo excluyendo la presencia de planes de empleo.

En el Gráfico 3.1 se puede observar que la evolución de la tasa de empleo sin planes ha registrado una tendencia e intensidad muy similar a la del empleo total.

### 1.3. Evolución de los indicadores de pobreza e indigencia

La pobreza y la indigencia disminuyeron en el último semestre del 2003 respecto del promedio de los primeros seis meses.

Efectuando una estricta comparación, excluyendo del segundo semestre a Santa Fe, en el Cuadro 3.2 se observa que en los 27 aglomerados de la EPH la reducción de pobres alcanzó a 1.287.000 personas y la de indigentes a 1.585.000 personas.

Los factores que contribuyeron a esa disminución han sido:

a) La evolución de precios en los bienes de las canastas básicas registrados en el segundo semestre del año 2003. El promedio

#### CUADRO 3.2

Población indigente y pobre durante el año 2003  
Total aglomerados EPH (\*)  
En miles de personas

Población	2003		Diferencia	
	1er. Sem.	2do. Sem.	Absoluta	%
Indigente	6.256	4.670	-1.585	-25,3%
Pobre	12.195	10.908	-1.287	-10,6%

(\*) Sin Santa Fé-Santo Tomé.

Fuente: Dirección Nacional de Políticas Macroeconómicas sobre la base de información de INDEC.

del segundo semestre ubicó el costo de la canasta básica alimentaria en un 2,4% por debajo del promedio de los primeros seis meses del año. En cuanto a la canasta básica total, la reducción ha sido del 2% en igual período.

b) La suba de los ingresos familiares. Aún cuando no se ha difundido información acerca de la evolución de los ingresos en la EPH, tanto los indicadores provistos por el Índice Salarial, la Encuesta Industrial y el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones dan cuenta de mejoras en los salarios.

A esto debe sumarse el incremento de las mejoras de las jubilaciones mínimas y el impacto del aumento del salario mínimo<sup>7</sup> en la retribución por horas extras, sueldo anual complementario y asignación por vacaciones. Algunas de estas recomposiciones tendrán mayor impacto en el ingreso de hogares no indigentes. Otros, como el incremento de las jubilaciones mínimas y los niveles salariales vinculados con remuneraciones mínimas, afectan más directamente a los ingresos de los hogares indigentes.

c) El incremento del empleo. El aumento del empleo en el período, excluyendo Santa Fe, ha sido de más de 458 mil ocupados, y tal como se señalara anteriormente, tuvo mayor impacto en las ciudades de menor tamaño en las que se evidenciaban

<sup>7</sup> En el Anexo de este Capítulo se puede encontrar una descripción detallada de la política de ingresos instrumentada por el Gobierno nacional desde 2002 hasta el presente.

**CUADRO 3.3**

Población indigente y pobre en cada semestre del año 2003

En % de la población total

Agregados urbanos	Población indigente		Población Pobre	
	1er. Sem. (*)	2do. Sem.	1er. Sem. (*)	2do. Sem.
<b>Total aglomerados</b>	<b>27,7%</b>	<b>20,5%</b>	<b>54,0%</b>	<b>47,8%</b>
Aglomerados de 500.000 y más habitantes	26,5%	19,6%	52,5%	46,6%
Aglomerados de menos de 500.000 habitantes	32,4%	23,7%	60,0%	52,3%
Gran Buenos Aires	26,5%	18,9%	52,3%	46,2%
Región Cuyo	25,3%	19,9%	54,8%	51,5%
Región Noreste	45,5%	33,9%	73,4%	64,5%
Región Noroeste	35,4%	26,2%	64,8%	60,3%
Región Pampeana	24,8%	19,8%	50,3%	43,3%
Región Patagónica	18,2%	14,1%	39,3%	34,5%

(\*) Sin Santa Fé-Santo Tomé.

Fuente: Dirección Nacional de Políticas Macroeconómicas sobre la base de información de INDEC.

los mayores niveles de pobreza e indigencia. Además debe agregarse que en los puestos nuevos debe haber influido directamente la mejora del salario mínimo.

En el Cuadro 3.3 se presentan el porcentaje de población pobre e indigente para distintos agregados urbanos.

Los porcentajes presentados para el total de aglomerados significan que durante el segundo semestre de 2003 se encontraban por debajo de la línea de pobreza 11.074.000 personas. En ese conjunto se encuentran a su vez, bajo la línea de indigencia, 4.749.000 personas indigentes.

Entre el primer y segundo semestres del año 2003, la disminución porcentual de las personas indigentes para el total de los aglomerados fue mayor a la de la pobreza, es decir que por algunas de las razones expuestas anteriormente, hubo hogares indigentes que pudieron superar esa situación pero no alcanzaron a cubrir los requerimientos que les permitiera dejar de ser pobres.

La mayor caída de incidencia, ya sea de pobreza como de indigencia, se observó en las ciudades de menor tamaño poblacional. En ellas la población indigente se redujo más que la pobre.

En todas las regiones se registraron reducciones de pobreza e indigencia en la población en distintas intensidades.

En el Gran Buenos Aires, Cuyo, Noreste y Noroeste, al igual que para el total de aglomerados, el porcentaje de personas indigentes disminuye en mayor proporción que el de pobres, durante el año 2003.

Aún cuando los aglomerados que componen las regiones Pampeana<sup>8</sup> y Patagónica han tenido comportamientos dispares, en el promedio de cada una de ellas el porcentaje de disminución de las personas en situación de pobreza es mayor que el de las personas en situación de indigencia. Es probable que en esta dispar evolución haya influido el incremento de salarios privados.

8 Cabe señalar el singular comportamiento observado en Santa Rosa-Toay, donde disminuyó la incidencia de pobreza y la indigencia se incrementó.

## II. Salario Real

Durante 2003 se verificó una importante suba del salario real, tendencia que continúa en el inicio de 2004.

La suba del tipo de cambio real en 2002, definido como el cociente entre precios transables frente a no transables, había impactado negativamente sobre los salarios reales. Simétricamente, la estabilización ocurrida en 2003, junto con la disminución de la tasa de inflación operaron en sentido inverso. También los aumentos de salarios impulsados por el Gobierno contribuyeron a una recuperación parcial. Es ilustrativo en primer lugar observar la evolución del salario nominal desde fines de 2001 a la fecha (Cuadro 3.4 y Gráfico 3.2).

El Gráfico 3.2 fue elaborado con el Índice de Salarios nominales que publica el INDEC<sup>9</sup>, que 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 y del Sistema de Cuentas Nacionales.

Se observan claramente cuatro subas de significación:

- La primera corresponde a Julio de 2002, debido a los incrementos de suma fija dispuestos por el Gobierno para los asalariados privados (los que fueron percibidos por la mayor parte del sector formal).
- La segunda suba ocurrió en Enero de 2003, y se explica por la restitución del descuento aplicado desde 2001 al sector público nacional, así como al efecto de otro incremento para los asalariados privados.

### CUADRO 3.4

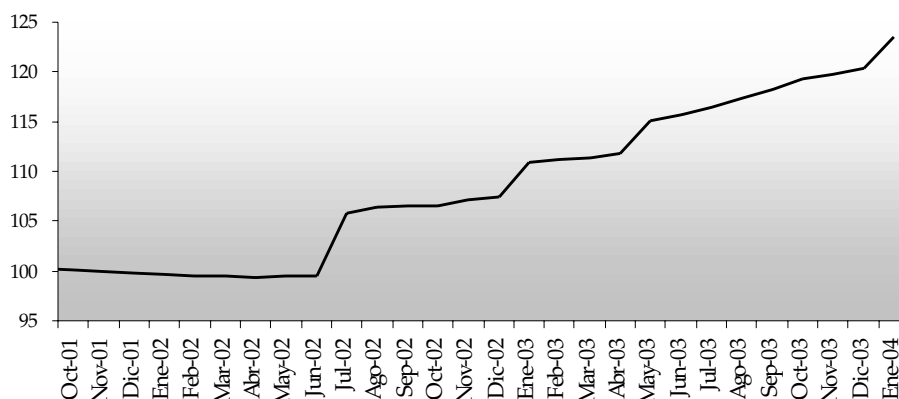
Índice de Salarios, valores al último día de cada mes  
Base cuarto trimestre de 2001=100

Período	Sector Privado		Sector Público	Nivel General
	Registrado	No Registrado		
IV trim. 2001	100,0	100,0	100,0	100,0
I sem. 2002	99,9	97,9	99,9	99,5
II sem. 2002	115,2	94,5	100,4	106,6
I sem. 2003	124,4	94,7	105,0	112,7
Jul-03	131,6	94,7	105,4	116,4
Ago-03	132,4	97,3	105,4	117,3
Sep-03	132,8	99,9	106,2	118,3
Oct-03	133,7	102,6	106,2	119,3
Nov-03	134,5	102,6	106,2	119,7
Dic-03	135,3	104,2	106,2	120,4
Enero 2004	141,1	105,1	106,5	123,6

Fuente: INDEC

<sup>9</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 que sirve de base para el Coeficiente de Variación Salarial (CVS) utilizado en la actualización del 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 que en concepto de "asignación no remunerativa de carácter alimentario" dispuesto por el Decreto 1.273/02 y siguientes para el sector privado.

**GRAFICO 3.2**  
**Salario Nominal Promedio**  
*Indice base cuarto trimestre de 2001 = 100*

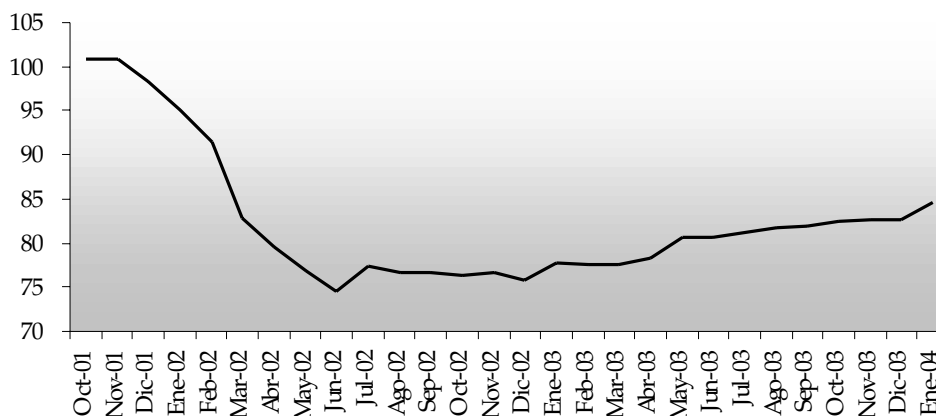


- Hubo subas menores en Mayo y en Julio de 2003, ésta última derivada de la aplicación del Decreto 392/03, que estableció un aumento de los sueldos del sector privado a partir de la incorporación de la asignación no remunerativa dictada por las normas anteriores, así como el aumento del salario mínimo, vital y móvil.

- Finalmente en Enero de 2004 se observó la última suba, como resultado de que se incrementó la asignación (ahora remunerativa) del punto anterior.

La tendencia general ha sido hacia la paulatina suba del salario nominal, merced a la recuperación económica y a los aumentos decretados por el Gobierno<sup>10</sup>. Medido entre puntas, el salario nominal promedio se ha incrementado 23,6% entre el cuarto trimestre de 2001 y Enero de 2004. Las variaciones fueron muy superiores para los trabajadores del sector privado registrados (del orden del 41%). Por el contrario, para el sector público (nacional y provincial), y para los trabajadores privados no registrados (sin aportes jubilatorios), las subas fueron mucho menores (sólo 6%)<sup>11</sup>. Es importante destacar que la diferencia en-

**GRAFICO 3.3**  
**Salario Real Promedio**  
*Deflactado por precios minoristas - Índice base cuarto trimestre de 2001 = 100*



<sup>10</sup> En el Anexo de este Capítulo se puede encontrar una descripción detallada de la política de ingresos instrumentada por el Gobierno nacional desde 2002 hasta el presente.

<sup>11</sup> Es importante aclarar que la incorporación de los resultados registrados en la EPH al Índice de Salarios se efectúa con un cierto rezago. Es por ello que en el Índice no se encuentran incorporadas las mejoras de salarios no registrados del último trimestre del 2003, los cuales impactaron en la reducción de los niveles de indigencia y de pobreza.

tre ambos grupos de trabajadores se ha venido ampliando, básicamente desde la segunda mitad de 2003, hasta totalizar actualmente un 25% a favor del sector privado registrado.

Teniendo en cuenta los aumentos de precios ocurridos desde fines de 2001 a la fecha, se construye una serie del salario real en los últimos dos años, que se representa en el Gráfico 3.3<sup>12</sup>. Debido a que la suba del IPC en ese período alcanzó al 47,3%, la caída del salario real promedio resultó del 15,5% hasta Enero de 2004. Como se señaló antes, la baja fue menor para los trabajadores privados del sector formal (del orden del 10% solamente), y resultó mucho más intensa para los del sector informal y del sector público (aproximadamente 28%).

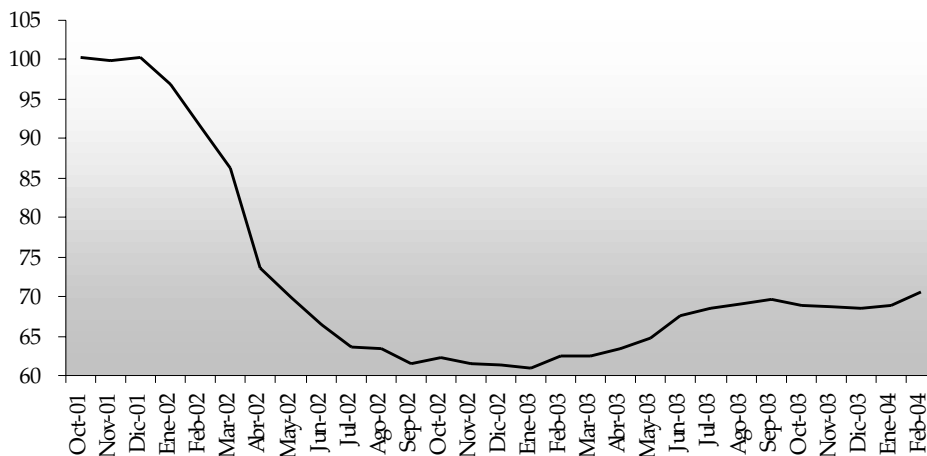
En el Gráfico se observa claramente que la tendencia descendente se observó durante la primera mitad de 2002, ya que en el segundo semestre de ese año el salario real se mantuvo estable. Más aún, desde comienzos de 2003 se observó una recuperación parcial, hasta alcanzar una mejora del 10,8% en Enero pasado respecto del promedio del último trimestre de 2002.

No obstante, el nivel real de las remuneraciones se ubica todavía en un patrón históricamente bajo.

A fin de medir el verdadero impacto del cambio de precios relativos sobre la capacidad de consumo, es necesario analizar la composición de la inflación posterior al derrumbe de la convertibilidad. Como predice la teoría económica, la devaluación de 2002 impactó con mayor fuerza sobre los bienes transables, como son los alimentos (en su mayor parte exportables o sustitutos de las importaciones), que sobre los servicios no transables (en especial los servicios públicos regulados). Así, la canasta alimentaria básica, que contiene los elementos indicados por el INDEC para la nutrición de una familia tipo -y que es más representativa del costo de vida para la población más humilde- sufrió un aumento del 75% desde fines de 2001. Relacionando el salario con los precios de la canasta alimentaria, se construye una serie con el poder de compra del salario en términos de alimentos básicos.

En el Gráfico 3.4 se observa la fuerte baja del poder de compra

**GRÁFICO 3.4**  
**Poder de compra del salario en términos de la canasta alimentaria**  
*Indice base cuarto trimestre de 2001 = 100*



**12** Dicha serie se elabora aplicando al índice salarial de cada mes el índice de precios al consumidor del mes siguiente, ya que el salario se cobra a fin de mes y se gasta a lo largo del mes siguiente. Cabe mencionar que este criterio ha sido incorporado en la medición de pobreza e indigencia a través de la EPH Continua.

del salario medido en alimentos básicos. El indicador cayó fuertemente en 2002 y se recuperó parcialmente en 2003. En su punto más bajo, a fines de 2002, el índice había retrocedido 39% frente al nivel de fines de la convertibilidad. Esta caída constituyó el punto más oscuro del nuevo escenario económico, y se produjo debido a la exagerada reacción del tipo de cambio (“overshooting”) tras el colapso de la convertibilidad. Resulta hoy evidente que esta reacción fue consecuencia directa de la política de postergar hasta el límite la inevitable salida del esquema de convertibilidad. Ello finalmente potenció la devaluación, y generó consecuencias económicamente desastrosas. En el corto plazo, el cambio de precios relativos fue socialmente más regresivo que lo esperado, pues afectó con mayor intensidad a los salarios más bajos, que se destinan mayormente a la compra de alimentos.

Sin embargo, como puede observarse en el mismo Gráfico, el escenario mejoró notablemente en 2003, con una significativa recuperación de casi 15% en el poder adquisitivo del salario en términos de alimentos en Febrero de 2004 (en comparación con el último trimestre de 2002). Esta recuperación fue superior a la habida frente al nivel general de precios (IPC), pues el valor de la canasta básica para una familia tipo llegó a bajar unos \$ 8 (equivalente al 2,4% de su costo) a mediados de 2003. Ello fue posible debido no sólo a la estabilidad general de precios (consecuencia básicamente del retroceso del tipo de cambio), sino también a la política de ofertas de las cadenas de supermercados, para recuperar parcialmente sus niveles de ventas.

La caída de los precios de la canasta básica se detuvo en Septiembre de 2003, ya que a partir de entonces se produjo una

recuperación del tipo de cambio nominal inducida, entre otras cosas, por una política monetaria expansiva. Sin embargo, a principios de 2004 la recuperación del salario real aún continuaba. Para el año 2004 las proyecciones de crecimiento del PIB (en el orden del 5,5% como mínimo), junto con el aumento esperado del empleo deberían permitir continuar con la tendencia positiva, y hacer posible una recuperación paulatina del salario real que llegue hasta los niveles que prevalecían antes del derrumbe de la convertibilidad.

### III. 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)<sup>13</sup>.

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>14</sup> y de la actividad privada<sup>15</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.

<sup>13</sup> 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.

<sup>14</sup> Están excluidos explícitamente del Sistema, el personal militar de las fuerzas armadas, fuerzas de seguridad, 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>15</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.



**CUADRO 3.5**

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	IV Trimestre 2002		IV Trimestre 2003		Variación %	
	Puestos de trabajo (en miles)	Remuneración (en pesos)	Puestos de trabajo (en miles)	Remuneración (en pesos)	Puestos de trabajo	Remuneración
<b>SECTORES PRODUCTORES DE BIENES</b>	<b>1.220</b>	<b>1.229</b>	<b>1.371</b>	<b>1.394</b>	<b>12,4</b>	<b>13,4</b>
<b>SECTORES DE PRODUCTORES DE SERVICIOS</b>	<b>3.158</b>	<b>1.038</b>	<b>3.284</b>	<b>1.161</b>	<b>4,0</b>	<b>11,8</b>
SIN ESPECIFICAR	32	963	30	780	-4,5	-19,0
<b>TOTAL DEL SISTEMA</b>	<b>4.410</b>	<b>1.090</b>	<b>4.686</b>	<b>1.226</b>	<b>6,3</b>	<b>12,5</b>

(\*) Datos provisorios

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

En esta oportunidad se ha actualizado por última vez la serie desde 1994. De ahora en adelante se efectuarán las actualizaciones desde el año 2001.

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

### III.1 Cuarto Trimestre de 2003

#### III.1.1 Total del Sistema

El SIJP registra para el cuarto trimestre de 2003 un promedio mensual de puestos de trabajo de 4.685.886, un 6.3% más que en el mismo trimestre del año anterior. De esta manera, éste es el tercer trimestre consecutivo de aumento en los puestos declarados, y se ratifica el cambio de tendencia observado a partir del segundo trimestre del corriente año.

La remuneración promedio mensual fue de \$ 1.226 para el trimestre, habiéndose incrementado un 12,5% respecto del cuarto trimestre de 2002. Una vez más puede atribuirse parte de

esta suba a los aumentos fijados por el gobierno desde julio de 2002 y al carácter retributivo de dichas sumas implementado en el segundo semestre del año 2003.

Los sectores productores de bienes evidenciaron un significativo aumento del 12,4% en el empleo declarado, siendo éste el tercer trimestre de crecimiento consecutivo con la notoriedad de su exponencial comportamiento. En cuanto a la remuneración media, se siguen observando incrementos en el corriente trimestre, al haber alcanzado un nivel que es 13,4% superior al del período de comparación.

En tanto, los sectores productores de servicios verificaron un aumento del 4% en el empleo formal, con un incremento de la remuneración media del orden del 11,8%. De esta manera continúa la tendencia al aumento observada en los dos períodos anteriores.

#### III.1.2 Sector Privado

En cuanto al Sector Privado, el cuarto trimestre de 2003 repitió el comportamiento verificado desde el segundo trimestre del

mismo año, es decir que hubo un aumento en la cantidad de puestos formales y en las remuneraciones promedio (Cuadro 3.6). Específicamente el total de puestos declarados en el sector privado observa una suba del 7,7% y la remuneración media una del 13,4%, ambos con relación al mismo trimestre del año anterior.

A partir del empleo agrupado por sector de actividad puede observarse que todos los sectores, sean productores de bienes o de servicios privados<sup>16</sup>, registraron un aumento en los puestos de trabajo declarados con relación al mismo trimestre del año anterior.

Todas las jurisdicciones presentan aumentos en los puestos declarados al Sistema. Entre ellas, las que más se destacan son San Juan (19,8% de suba interanual) y Tierra del Fuego (18,4%). En San Juan se da un aumento de los puestos de trabajo principalmente en los Sectores productores de Servicios, principalmente en Servicios sociales (73,5%), Actividades Inmobiliarias (28,4%) y en Comercio. En los Sectores productores de bienes los mayores incrementos se observan en Construcción (106,8%) y Alimentos, Bebidas y Tabaco (22,3%). En Tierra del Fuego el incremento del empleo se da mayormente en los Sectores productores de bienes, principalmente en Construcción (68,8%), Explotación de minas y canteras (45,3%), Textiles y cuero (38,6%) y Alimentos, Bebidas y tabaco (23,4%). Es de destacar por su importancia en la estructura del empleo registrado, la caída del 7,5% en el rubro Maquinaria y equipo. La suba del empleo en los Sectores productores de servicios en esa provincia (12,8%) es explicada en su mayor parte por las actividades de Comercio, Actividades Inmobiliarias, Transporte, Servicios sociales, y Hoteles y Restaurantes. Estos aumentos serían fruto de la reactivación del turismo en esta zona.

En todas las jurisdicciones se verifica un aumento en las remunera-

ciones, que alcanzó en promedio al 13,4%. Con excepción de Capital Federal, la provincia de Buenos Aires y Tierra del Fuego (donde el crecimiento es del 8,2%, del 13,7% y del 12,3% respectivamente), en las demás jurisdicciones el incremento supera el 15%.

**CUADRO 3.6**  
Sector Privado - Evolución de los puestos de trabajo declarados y las remuneraciones promedio  
*Variación porcentual entre el cuarto trimestre de 2003 e igual período de 2002*

SECTOR PRIVADO	Puestos de trabajo declarados	Remuneración promedio
<b>Total Privado</b>	<b>7,7</b>	<b>13,4</b>
<b>Por sector de actividad:</b>		
Sectores Productores de bienes	12,4	13,4
Sectores Productores de servicios	4,0	11,8
<b>Por jurisdicción geográfica:</b>		
Ciudad Autónoma de Buenos Aires	4,4	8,2
Partidos del Gran Buenos Aires	7,8	13,1
Resto de Pcia. de Buenos Aires	7,0	14,3
Catamarca	7,2	18,7
Córdoba	8,8	17,6
Corrientes	5,3	24,3
Chaco	5,9	23,1
Chubut	12,5	15,5
Entre Ríos	9,8	22,9
Formosa	3,3	21,7
Jujuy	8,8	23,9
La Pampa	6,9	20,6
La Rioja	7,9	27,5
Mendoza	8,2	19,6
Misiones	13,5	19,8
Neuquén	12,3	18,8
Río Negro	13,8	21,6
Salta	10,9	16,4
San Juan	19,8	25,5
San Luis	3,9	23,9
Santa Cruz	14,7	17,3
Santa Fe	11,6	19,0
Santiago del Estero	0,9	21,5
Tierra del Fuego	18,4	12,3
Tucumán	5,6	18,4

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

<sup>16</sup> La única excepción es de las ramas correspondientes a Intermediación Financiera, que presentan una caída del 3%.

**CUADRO 3.7**

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	Año 2002		Año 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>1.223</b>	<b>1.076</b>	<b>1.319</b>	<b>1.218</b>	<b>7,9</b>	<b>13,2</b>
<b>SECTORES DE PRODUCTORES DE SERVICIOS</b>	<b>3.158</b>	<b>945</b>	<b>3.196</b>	<b>1.035</b>	<b>1,2</b>	<b>9,4</b>
SIN ESPECIFICAR	32	888	33	824	1,8	-7,2
<b>TOTAL DEL SISTEMA</b>	<b>4.413</b>	<b>981</b>	<b>4.548</b>	<b>1.086</b>	<b>3,1</b>	<b>10,7</b>

(\*) Datos provisorios

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

**III.2 Año 2003**

aumento interanual del 1.2% en el empleo formal, con un incremento de la remuneración media del orden del 9,4%.

**III.2.1 Total del Sistema**

El SIJP registra para el año 2003 un promedio mensual de puestos de trabajo de 4.547.587, un 3,1% más que en el año anterior. Esto puede deberse al crecimiento verificado en ese año en la economía y a la adaptación de las empresas al nuevo contexto macroeconómico después de abandonar el régimen de Convertibilidad del peso.

La remuneración promedio mensual fue de \$ 1.086 para el año, incrementándose 10,7% respecto del año 2002. Este incremento en el salario puede atribuirse en parte a los aumentos fijados por el gobierno desde julio de 2002.

Los sectores productores de bienes tuvieron una variación positiva del 7,9% en los puestos de trabajo. Este crecimiento comenzó a partir del segundo trimestre de 2003, y sus variaciones fueron crecientes en el tiempo. En cuanto a la remuneración media, el incremento anual fue del 13,2%.

En tanto, los sectores productores de servicios registraron un

**III.2.2 Sector Privado**

Por Sector de Actividad

En el total de puestos declarados en el sector privado se observa un incremento del 3,9%, y la remuneración media verificó una suba del 11,5%, ambos con relación al año anterior (Cuadro 3.8).

El incremento del empleo registrado se explica principalmente por las ramas correspondientes a los sectores productores de bienes. Se destacan los incrementos acontecidos en Construcción (25,6%), Explotación de Minas y Canteras (16,0%), Pesca y Servicios conexos (14,8%), Textiles y cuero (13,1%) y Metálicas Básicas (10,1%).

Por su participación en la estructura de empleo industrial, en valores absolutos, el crecimiento en Alimentos, Bebidas y Tabaco representa uno de los sectores en que más creció el empleo registrado.

Los tres factores que estarían explicando este comportamiento

**CUADRO 3.8**

Sector Privado - Evolución de los Puestos de trabajo declarados y las remuneraciones promedio por Sector de Actividad

Variación absoluta y porcentual entre los promedios de 2003 y 2002

Actividad económica de la empresa contribuyente	Diferencia de puestos de trabajo declarados		Diferencia de remuneración promedio	
	absoluta	%	absoluta	%
<b>TOTAL PRIVADO</b>	<b>145.454</b>	<b>3,9%</b>	<b>\$ 111</b>	<b>11,5%</b>
<b>SECTORES PRODUCTORES DE BIENES</b>	<b>96.044</b>	<b>7,9%</b>	<b>\$ 142</b>	<b>13,2%</b>
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	12.752	5,5%	\$ 86	16,1%
Pesca y Servicios Conexos	1.954	14,8%	\$ 212	10,2%
Explotación de Minas y Canteras	4.411	16,0%	\$ 790	35,4%
Industrias Manufactureras	44.075	5,8%	\$ 149	12,5%
Alimentos, bebidas y tabaco	11.400	4,6%	\$ 151	14,3%
Textiles y cuero	12.530	13,1%	\$ 154	22,1%
Madera, papel, imprenta y editoriales	792	0,9%	\$ 124	10,9%
Derivados del petróleo y Químicos	5.457	4,6%	\$ 125	6,1%
Metálicas básicas, prod. met. excepto maq. y equipos	7.301	10,1%	\$ 186	17,3%
Material de transporte	2.409	5,9%	\$ 168	11,9%
Maquinarias y equipos	2.068	3,5%	\$ 171	15,6%
Otras industrias	2.120	4,5%	\$ 193	20,7%
Suministro de Electricidad, Gas y Agua	-159	-0,3%	\$ 225	12,3%
Construcción	33.011	25,6%	\$ 67	9,2%
<b>SECTORES DE PRODUCTORES DE SERVICIOS PRIVADOS</b>	<b>48.835</b>	<b>1,2%</b>	<b>\$ 89</b>	<b>9,4%</b>
Comercio Mayorista, Minorista y Reparaciones	15.919	2,7%	\$ 118	15,4%
Hoteles y Restaurantes	7.095	6,5%	\$ 98	18,6%
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	2.250	0,7%	\$ 154	13,0%
Intermediación Financiera	-14.358	-9,3%	\$ 62	2,7%
Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	32.744	7,9%	\$ 92	10,8%
Servicios Sociales, Enseñanza y Salud Privados	-1.960	-0,4%	\$ 67	9,9%
Otras Actividades de Servicios Comunitarios, Sociales y Personales	7.144	2,3%	\$ 125	13,8%
<b>Sin especificar</b>	<b>575</b>	<b>1,8%</b>	<b>-\$ 64</b>	<b>-7,2%</b>

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

del empleo son: el crecimiento derivado de las actividad en construcción, la sustitución de importaciones (Alimentos, textiles y cuero) y las mejores condiciones de la industria para exportar sus productos (Industrias metálicas básicas).

Por su parte en los sectores productores de servicios se destacan los incrementos del 7,9% en el rubro Actividades Inmobiliarias, empresariales y de alquiler y del 6,5% de las actividades inclui-

das en Hoteles y Restaurantes. Por su importancia en término de cantidad de asalariados registrados es importante el crecimiento observado en Comercio.

En todos los sectores se han incrementado las remuneraciones medias. En dicho incremento inciden fuertemente las diversas medidas de política de ingresos implementadas por el Gobierno

Nacional<sup>17</sup>. Era esperable que entre los años 2002 y 2003 los salarios medios se incrementaran, al menos, en \$ 100. Sin embargo, hubo ramas que registraron aumentos notablemente inferiores: Construcción \$ 67, Servicios Sociales \$ 67 e Intermediación Financiera \$ 62.

En cambio, en otros sectores los salarios medios crecieron muy por encima de la media aunque beneficiando a relativamente pocos trabajadores. Tal es el caso de Extracción de minas y canteras (\$ 790), Electricidad, Gas y agua (\$ 225), y Pesca (\$ 212).

Dentro de Industrias Manufactureras, donde el aumento promedio fue de \$ 149 seguramente influido por la recomposición

de las horas extras, los mayores aumentos se registraron en Otras Industrias<sup>18</sup> (\$ 193), Metálicas básicas (\$ 186) y Maquinarias y equipos (\$ 171).

En los sectores productores de servicios la remuneración promedio no alcanzó al mínimo de \$ 100 que corresponde a los aumentos otorgados por el Gobierno Nacional. Los sectores que superaron ese límite han sido Transporte (\$ 154), Otras actividades de servicios comunitarios, sociales y personales (\$ 125) y Comercio (\$ 118).

Efectuando una comparación entre las variaciones interanuales observadas en el empleo registrado con las estimaciones provisionales del PIB para año 2003 efectuadas por el INDEC (Cuadro 3.9) se puede observar los siguientes comportamientos:

**CUADRO 3.9**

Total Privado - Comparación entre variaciones del PIB, del empleo registrado y de las remuneraciones promedio  
Variación porcentual entre los promedios de 2003 y 2002

Actividad económica de la empresa contribuyente	Producto Interno Bruto	Puestos de trabajo	Remuneración Promedio
Agro	8,6	6,4	20,9
Pesca	9,7	11,2	8,8
Minería	6,7	17,7	24,3
Industria	16,2	9,9	13,7
Elect., Gas y Agua	8,5	1,3	11,7
Construcción	45,8	41,8	8,8
Comercio y Rep.	16,1	8,4	16,5
Hoteles y Rest.	5,8	9,1	23,5
Transporte y Comunicaciones	12,3	2,5	16,3
Intermediac. Financiera	-17,0	-3,0	4,0
Activ. Empres.	5,0	11,3	12,1
Serv. Sociales	3,4	1,0	12,8
Otros Servicios	9,4	5,1	16,2

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

- El único sector de actividad con reducción del PIB ha sido Intermediación Financiera. Los puestos de trabajo se redujeron en menor proporción.

- En las actividades agrícolas y de hoteles y restaurantes el crecimiento del PIB fue bastante parecido al de los puestos de trabajo. En ambos sectores el incremento de la remuneración promedio se ubicó por encima del aumento del PIB.

- En los sectores en que el crecimiento del PIB superó al de los puestos de trabajo, no tuvo igual comportamiento la evolución de la remuneración promedio. Por caso, en Industria y Construcción, el crecimiento del PIB no sólo no fue acompañado por un incremento menor de puestos de trabajo sino que tampoco se ajustaron las remuneraciones en proporciones similares. En ambos sectores existe una importante cantidad de trabajadores “en negro”. Asu vez, en Electricidad, gas y agua, en Comercio, en Transporte, en Servicios Sociales, en Enseñanza y

<sup>17</sup> En el Anexo de este Capítulo se puede encontrar una descripción detallada de la política de ingresos instrumentada por el Gobierno nacional desde 2002 hasta el presente.

<sup>18</sup> En éstas se incluyen las productoras de minerales no metálicos, cuya producción está directamente asociada a las actividades de construcción.

Salud Privados y en Otros Servicios Sociales y Personales el incremento de las remuneraciones medias se ubicó por encima del PIB correspondiente.

En el resto de los sectores el crecimiento del PIB fue inferior al de los puestos de trabajo. En Explotación de minas y

canteras y Actividades inmobiliarias el incremento de la remuneración media fue aún mayor que la de los puestos. En cambio, en Pesca se ubicó por debajo del crecimiento de los puestos.

Por Jurisdicción

Para las provincias que en 2003 registraron variaciones más significativas en los niveles de puestos declarados, y teniendo en cuenta el peso en la estructura del empleo registrado en cada una de ellas, a continuación se detallarán los sectores en que más se modificó este indicador con respecto al mismo período del año anterior<sup>19</sup>.

Las jurisdicciones que presentan los mayores incrementos en los puestos declarados al sistema son Santa Cruz (16,7%), Misiones (10,9%), Chubut (9,7%) y Río Negro (10%). En estas provincias los puestos de trabajo declarados en actividades productoras de bienes ha estado cayendo desde 1997/1998, y se han recuperado en mayor proporción que el total provincial durante el último año, alcanzando así el peso relativo anterior a la crisis de fines del 2001. A pesar de ello, en Río Negro crecieron en una proporción aún mayor los puestos vinculados a los servicios

\* En Santa Cruz se observó crecimiento de empleo registrado en los sectores productores de bienes que mayor incremento salarial han otorgado: Explotación de minas y canteras y Pesca. También observaron crecimientos las actividades de construcción. Entre los sectores industriales se destacaron los aumentos de puestos declarados originados en Industrias metálicas básicas y Alimentos, bebidas y Tabaco.

\* Misiones, con un nivel de incremento de puestos similar a Santa Cruz, observó un menor ajuste de los salarios. Esto se debe a que los sectores de actividad que concentraron el aumen-

### CUADRO 3.10

#### Sector Privado - Evolución de los puestos de trabajo declarados y las remuneraciones promedio por Jurisdicción

Variación absoluta y porcentual entre los promedios de 2003 y 2002

Jurisdicción geográfica del puesto de trabajo	Diferencia de puestos de trabajo declarados		Diferencia de remuneración promedio	
	absoluta	%	absoluta	%
<b>Total Privado</b>	145.454	3,9%	\$ 111	11,5%
Capital Federal	8.354	0,8%	\$ 95	7,1%
Partidos del Gran Buenos Aires	28.614	4,5%	\$ 108	11,2%
Resto de Pcia. de Buenos Aires	19.620	3,9%	\$ 123	14,4%
Catamarca	814	4,1%	\$ 146	18,8%
Córdoba	14.606	5,1%	\$ 116	14,8%
Corrientes	915	2,0%	\$ 118	17,7%
Chaco	473	1,2%	\$ 122	19,0%
Chubut	5.542	9,7%	\$ 198	16,8%
Entre Ríos	3.388	4,3%	\$ 121	18,4%
Formosa	-169	-1,3%	\$ 121	19,5%
Jujuy	1.488	4,2%	\$ 104	17,4%
La Pampa	1.183	4,5%	\$ 128	18,2%
La Rioja	1.030	5,2%	\$ 147	21,5%
Mendoza	9.082	6,2%	\$ 106	14,9%
Misiones	6.024	10,9%	\$ 109	16,6%
Neuquén	3.733	7,0%	\$ 214	18,3%
Río Negro	5.679	10,0%	\$ 148	19,9%
Salta	3.253	5,4%	\$ 96	14,3%
San Juan	3.518	8,1%	\$ 128	20,0%
San Luis	505	1,3%	\$ 168	21,9%
Santa Cruz	4.333	16,7%	\$ 217	16,5%
Santa Fe	19.026	6,2%	\$ 129	16,8%
Santiago del Estero	-15	-0,1%	\$ 90	15,0%
Tierra del Fuego	253	1,5%	\$ 180	14,5%
Tucumán	4.204	4,5%	\$ 104	15,1%

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

<sup>19</sup> Esta información puede ser periódicamente consultada, en forma agregada, en los Cuadros A3b.4 y A3b.5 que se encuentran en la dirección [www.mecon.gov.ar/peconomica/basehome/infoco.html](http://www.mecon.gov.ar/peconomica/basehome/infoco.html), en el capítulo de Empleo e Ingresos.

to cuentan con salarios relativos inferiores: Construcción, Agricultura, Industria de Madera, papel, imprenta y editoriales. Cabe aclarar que esta última rama emplea al 46,6% de los asalariados en Industria.

\* Chubut, a pesar de tener un crecimiento inferior, presenta variaciones de la remuneración media similares a las de Santa Cruz. Este resultado está asociado a los sectores productores de bienes que encabezaron el crecimiento y que coinciden con aquellos que experimentaron mejoras salariales por encima de las fijadas por el Gobierno Nacional. Se registra aumento en Explotación de Minas y Canteras, Pesca y dentro de la industria, en Alimentos, Bebidas y tabaco.

\* En Río Negro, donde el crecimiento del empleo registrado ha sido mayor en la producción de servicios que en la de bienes, la remuneración media creció por encima del resto de las provincias mencionadas.

En el extremo opuesto, con reducción de puestos de trabajo declarados se ubicaron Formosa y Santiago del Estero:

\* En Formosa, la disminución de los asalariados registrados se explica principalmente por la variación negativa en Agricultura, en Madera, papel, imprenta y editoriales y en Alimentos, bebidas y tabaco. Cabe destacar el crecimiento de construcción. Entre los servicios, que concentran más del 70% de los puestos formales, se observaron aumentos en las actividades empresariales y en comercio, que no llegan a compensar las caídas observadas en los servicios sociales, en el transporte y en la intermediación financiera.

\* En los sectores productores de bienes de Santiago del Estero caen los trabajadores asalariados registrados en agricultura, en alimentos y en otras industrias<sup>20</sup>.

En casi todas las jurisdicciones se verifica el aumento en las

remuneraciones promedio que se corresponde a los otorgados por el Gobierno Nacional. Sólo en Capital Federal, Salta y Santiago del Estero los montos no alcanzan a los montos fijados por decreto.

### III.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 las áreas del Gran Buenos Aires, el Gran Rosario, el Gran Córdoba y el Gran Mendoza.

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. El Gran Mendoza 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.

<sup>20</sup> En éstas se incluyen las productoras de minerales no metálicos cuya producción está directamente asociada a las actividades de construcción.

**CUADRO 3.11**

Evolución de los puestos de trabajo declarados - Comparación con resultados de la EIL

Índices base Año 2002=100

AGLOMERADOS EIL	TOTAL		INDUSTRIA	
	Puestos de trabajo SIJP (1)	Puestos de trabajo EIL	Puestos de trabajo SIJP (1)	Puestos de trabajo EIL
<b>GRAN BUENOS AIRES</b>	<b>102,2</b> (2)	<b>101,0</b>	<b>104,9</b> (2)	<b>104,4</b>
<b>GRAN ROSARIO</b>	<b>108,2</b> (3)	<b>104,3</b>	<b>110,8</b> (3)	<b>107,5</b>
<b>GRAN CÓRDOBA</b>	<b>102,9</b> (4)	<b>103,1</b>	<b>100,4</b> (4)	<b>103,1</b>
<b>GRAN MENDOZA</b>	<b>103,7</b> (5)	<b>104,9</b>	<b>101,1</b> (5)	<b>101,2</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.

(5) Se utiliza la zona Gran Mendoza del SIJP.

Con estas restricciones se presentan en el Cuadro 3.11 las variaciones observadas entre 2002 y 2003.

En el Gran Buenos Aires y en Gran Rosario, los crecimientos del empleo total y del empleo industrial observados en el SIJP son mayores a los de la Encuesta de Indicadores Laborales, esto puede ser atribuible a las empresas de mayor tamaño.

En Gran Córdoba y en el Gran Mendoza las variaciones del empleo total e industrial, registradas por la EIL son mayores que las observadas en el SIJP. Estas diferencias son atribuibles, básicamente, al tamaño de los establecimientos. Los sectores y las industrias con establecimientos de menor tamaño habrían experimentado una mejora relativa.

En el Gran Córdoba se observan mayores diferencias en el aumento del total de la industria que del total privado. Esto puede atribuirse al mayor dinamismo de las industrias con establecimientos de mayor tamaño.

En Rosario también se observa el mismo comportamiento en el total que en industria. Pero estos resultados pueden atribuirse a diferencias tanto en el tamaño de las empresas como en el resto de las áreas geográficas que incluye el SIJP. Estas diferencias indican, como se dijo anteriormente, que las empresas de mayor tamaño o las del aglomerado Gran Rosario crecieron relativamente más que el resto.

En el Gran Mendoza se registra mayores diferencias en el aumento del total del empleo privado que en el total de la industria. Esto puede atribuirse al mayor dinamismo de los sectores con establecimientos de mayor tamaño.

### III.2.4 Análisis por tramos de remuneración

Otra forma de analizar la información provista por el SIJP introduce como elemento los tramos de remuneración imponible<sup>21</sup>. En esta oportunidad no sólo se compararan los resultados interanuales sino que también se ofrecerá una lectura posible de los cuadros disponibles.

<sup>21</sup> Estos resultados forman parte de la nueva información disponible en Información Económica al Día, [www.mecon.gov.ar/peconomica/basehome/infoeco.html](http://www.mecon.gov.ar/peconomica/basehome/infoeco.html). Allí se puede consultar la distribución anual de los puestos de trabajo y de la remuneración bruta promedio por tramos de ingreso y por sector de actividad económica.



**CUADRO 3.12**

Sector Privado - Distribución de los puestos de trabajo declarados según tramos de remuneración imponible.

Año 2003 - En % sobre el total de puestos privados

Sector PRIVADO	Tramos de remuneración imponible				
	TOTAL	Hasta \$ 500	de \$ 500 a \$ 800	de \$ 800 a \$ 1.500	más de \$ 1.500
<b>Total</b>	100,0%	41,4%	23,9%	20,4%	14,2%
Sectores productores de bienes		13,7%	7,8%	6,9%	6,1%
Sectores productores de servicios		27,7%	16,1%	13,5%	8,2%

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

Cabe señalar que los tramos están conformados por la parte de la remuneración sobre la que se efectúan aportes y contribuciones. Esto supone que si se considerara el salario total no necesariamente el puesto de trabajo se ubicaría en el mismo tramo. Es

**CUADRO 3.13**

Sectores productores de bienes

Distribución de los puestos de trabajo declarados según tramos de remuneración imponible

Año 2003 - En %

Sectores Productores de bienes	Tramos de remuneración imponible				
	TOTAL	Hasta \$ 500	de \$ 500 a \$ 800	de \$ 800 a \$ 1.500	más de \$ 1.500
<b>Total</b>	100,0%	39,7%	22,6%	20,0%	17,6%
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	18,7%	11,2%	5,1%	1,8%	0,6%
Pesca y Servicios Conexos	1,2%	0,3%	0,2%	0,2%	0,5%
Explotación de Minas y Canteras	2,4%	0,3%	0,3%	0,4%	1,5%
Industrias Manufactureras					
Alimentos, bebidas y tabaco	19,6%	6,6%	5,0%	4,9%	3,0%
Textiles y cuero	8,2%	3,8%	2,3%	1,5%	0,6%
Madera, papel, imprenta y editoriales	6,5%	2,2%	1,5%	1,5%	1,3%
Derivados del petróleo y Químicos	9,4%	1,8%	1,8%	2,3%	3,5%
Metálicas básicas, prod. met. excepto maq. y equipos	6,0%	2,1%	1,2%	1,4%	1,3%
Material de transporte	3,3%	0,6%	0,7%	1,0%	0,9%
Maquinarias y equipos	4,7%	1,5%	1,2%	1,1%	0,8%
Otras industrias	3,7%	1,4%	0,9%	0,8%	0,6%
Suministro de Electricidad, Gas y Agua	4,2%	0,3%	0,5%	1,4%	2,0%
Construcción	12,3%	7,6%	2,0%	1,6%	1,1%

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

probable que a mayor nivel de salarios, mayor sea también la porción no remunerativa del mismo.

También es importante recordar que la fuente de información recopila puestos de trabajo y no personas, ya que se deriva de las presentaciones que cada contribuyente efectúa mensualmente. De tal forma, una misma persona que trabaje en más de un establecimiento (trabajadores de la educación y de la salud, entre otros) será declarada por cada uno de ellos en forma independiente.

#### Por Sector de Actividad

En el año 2003, más del 40% de los puestos declarados se concentraron en tramos que no superan los \$ 500 de remuneración imponible, y sólo un 14,2% se encontraba por encima de los \$ 1.500.

La alta concentración en los tramos inferiores puede explicar a través de dos elementos: o bien se trata de sectores de actividad

con mayoría de trabajadores de baja calificación, o se trata de remuneraciones pagadas por menos horas de trabajo.

Es por ello que se analizan a continuación las ramas de actividad en cada uno de los sectores definidos.

Tal como se observa, tres ramas de actividad explican más del 50% de los puestos declarados en sectores productores de bienes: Industria de alimentos, bebidas y tabaco, Agricultura y Construcción. En estas dos últimas, alrededor del 60% de los puestos se ubican en el tramo inferior. Estos dos sectores se caracterizan por utilizar mano de obra con escasa calificación. Aún cuando el peso relativo de la rama es inferior, casi el 50% de los puestos de trabajo declarados en el sector textil se concentran en el mismo tramo.

Aún cuando en el total de los sectores productores de bienes sólo el 17,6% de los puestos tienen ingresos imponibles mayores a \$1.500, tres ramas de actividad presentan relaciones muy superiores al promedio: el 60% en Explotación de Minas y

### CUADRO 3.14

#### Sectores productores de servicios privados

#### Distribución de los puestos de trabajo declarados según tramos de remuneración imponible

Año 2003 - En %

Sectores productores de servicios privados	Tramos de remuneración imponible				
	TOTAL	Hasta \$ 500	de \$ 500 a \$ 800	de \$ 800 a \$ 1.500	más de \$ 1.500
<b>Total</b>	100,0%	42,3%	24,6%	15,1%	18,0%
Comercio Mayorista, Minorista y Reparaciones	24,3%	10,6%	7,8%	3,2%	2,6%
Hoteles y Restaurantes	4,6%	2,7%	1,3%	0,4%	0,2%
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	13,4%	3,2%	2,9%	3,4%	3,9%
Intermediación Financiera	5,6%	0,6%	0,6%	1,0%	3,3%
Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	17,8%	8,9%	3,9%	2,2%	2,7%
Servicios Sociales, Enseñanza y Salud Privados	21,7%	11,3%	5,0%	2,8%	2,6%
Otras Actividades de Servicios Comunitarios, Sociales y Personales	12,6%	5,0%	3,0%	2,0%	2,7%

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

## EMPLEO E INGRESOS

Canteras, el 48% en Suministro de Electricidad, Gas y Agua, el 40% en Pesca y el 37% en Derivados del Petróleo y Químicos. Cabe señalar que se trata de ramas de bajo nivel de empleo formal.

En los sectores productores de servicios, el Comercio y los Servicios Sociales, Enseñanza y Salud privados representan el 46% de los puestos de trabajo. La concentración de puestos en el tramo inferior en estos sectores supera al promedio, aunque lo

### CUADRO 3.15

#### Sector Privado

#### Distribución de los puestos de trabajo declarados según tramos de remuneración imponible

Año 2003 - En %

Jurisdicción geográfica del puesto de trabajo	Tramos de remuneración imponible				
	TOTAL	Hasta \$ 500	de \$ 500 a \$ 800	de \$ 800 a \$ 1.500	más de \$ 1.500
<b>Total (1)</b>	100,0%	42%	24%	20%	14%
Ciudad Autónoma de Buenos Aires	100,0%	35%	21%	23%	21%
Partidos del Gran Buenos Aires	100,0%	40%	24%	23%	14%
Resto de Pcia. de Buenos Aires	100,0%	43%	25%	20%	12%
Catamarca	100,0%	49%	25%	15%	11%
Córdoba	100,0%	44%	26%	19%	10%
Corrientes	100,0%	51%	27%	14%	8%
Chaco	100,0%	53%	24%	15%	7%
Chubut	100,0%	30%	24%	22%	24%
Entre Ríos	100,0%	50%	27%	16%	7%
Formosa	100,0%	52%	27%	14%	7%
Jujuy	100,0%	56%	23%	15%	6%
La Pampa	100,0%	45%	29%	17%	9%
La Rioja	100,0%	45%	28%	18%	8%
Mendoza	100,0%	52%	23%	16%	9%
Misiones	100,0%	57%	22%	13%	8%
Neuquén	100,0%	30%	24%	21%	25%
Río Negro	100,0%	42%	29%	19%	10%
Salta	100,0%	55%	23%	15%	8%
San Juan	100,0%	53%	24%	16%	7%
San Luis	100,0%	40%	27%	22%	11%
Santa Cruz	100,0%	24%	23%	23%	29%
Santa Fe	100,0%	46%	25%	20%	10%
Santiago del Estero	100,0%	55%	26%	14%	6%
Tierra del Fuego	100,0%	30%	20%	26%	24%
Tucumán	100,0%	50%	25%	17%	8%

(1) La diferencia con el Cuadro 3.12 está explicada por las actividades sin especificar, que se concentran en el tramo más bajo.

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

hace más marcadamente en el caso de los Servicios sociales (52%). Históricamente, los salarios pagados en Comercio han sido de los más bajos de la economía, y la extensión horaria en las actividades de servicios sociales, inferior al promedio. Cabe mencionar la alta proporción de trabajadores de hoteles y restaurantes en el tramo de hasta \$ 500. Es probable que se vincule con la posible percepción de propinas.

En cuanto a los puestos que se ubican en el tramo superior, es Intermediación Financiera la que presenta mayores porcentajes, casi el 60%. Aunque inferior, también es importante en Transporte y Comunicaciones, con una proporción de puestos en dicho tramo del orden del 30% que es muy probable que provenga del subsector de comunicaciones.

Por Jurisdicción

En el Cuadro 3.15 se puede observar la distribución de los

puestos de trabajo según tramo de ingresos en cada una de las jurisdicciones del país.

Se han coloreado con gris los valores más significativos de los dos tramos extremos. En el más bajo se destacan las provincias en las que las actividades agrícolas, de construcción y de comercio tienen mayor peso relativo.

Las jurisdicciones con mayor presencia en los tramos superiores, como la Ciudad de Buenos Aires y las provincias patagónicas, tienen un número importante de trabajadores en los sectores de actividad con mejores remuneraciones relativas: Intermediación financiera, Explotación de minas y canteras y Pesca y servicios conexos.

En la evolución interanual de puestos de trabajo se evidencia el impacto de los aumentos de montos fijos otorgados por el Gobierno Nacional en el desplazamiento hacia tramos de mayor ingreso que, finalmente, produce una reducción de las remuneraciones medias del tramo superior.

**CUADRO 3.16**

**Sector Privado - Variación interanual de puestos de trabajo y remuneración promedio por tramos de remuneración imponible**

*Variación absoluta entre los promedios de 2003 y 2002*

Sector Privado	Tramos de remuneración imponible				
	TOTAL	Hasta \$ 500	de \$ 500 a \$ 800	de \$ 800 a \$ 1.500	más de \$ 1.500
<b>Puestos de trabajo declarados</b> (en miles)	145	-185	134	112	85
<b>Remuneración promedio</b> (en pesos)	\$ 111	\$ 43	\$ 41	\$ 18	-\$ 72

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

ANEXO

Política de ingresos del Gobierno Nacional

*A través de ajustes a las prestaciones mínimas de la Seguridad Social*

En el mes de julio de 2003, a través del Decreto 391/2003, las prestaciones mínimas se elevaron a \$ 220, y a partir del 1° de enero del 2004, el Decreto 1194/2003 lo establece en \$ 240.

*A través de ajustes al salario mínimo*

El Decreto 388/2003 ha fijado el salario mínimo en \$ 250 y un incremento mensual de \$ 10 hasta llegar, en enero de 2004, a \$ 300. Posteriormente el Decreto 1349/2003 estableció que a partir de enero de 2004 el salario mínimo se elevaba a \$ 350.

*A través de la reducción de los aportes personales*

Abarca a los trabajadores privados y públicos y se inició con el Decreto 1387/2001, a través del cual se reduce al 5% el aporte personal por el término de 1 año desde noviembre de 2001.

Este plazo se prorrogó con el Decreto 2203/2002 hasta el 28 de febrero de 2003, y se estableció un cronograma de restitución a razón de 2 puntos porcentuales a aplicar el 1° de marzo, el 1° de julio y el 1° de octubre.

Sólo se aplicó la primera restitución, ya que por el Decreto

390/2003 se retrasó la aplicación de julio y octubre hasta iguales meses del año 2004.

*A través de la asignación de montos fijos*

Abarca exclusivamente a los trabajadores del sector privado. Esta modalidad de recomposición salarial se inició a mediados del año 2002, cuando a partir del Decreto 1273/2002 se fijó una "asignación no remunerativa de carácter alimentario" de \$ 100. Este beneficio se extendía desde el 1° de julio hasta el 31 de diciembre de ese año.

En el mes de diciembre, el Decreto 2641/2002 fijó el monto en \$ 130 desde el 1° de enero hasta el 28 de febrero del 2003, y en \$ 150 desde el 1° de marzo hasta el 30 de junio del mismo año. Sin embargo, a través del Decreto. 905/2003 se efectuó una modificación del monto a partir del 1° de mayo con finalización el 30 de junio, elevándolo a \$ 200.

En el mes de julio se establece un cronograma de incorporación al salario básico de las sumas no remunerativas. El Decreto 392/2003 determinó un plazo de 8 meses con montos de igual magnitud hasta la incorporación total de la mencionada suma. El impacto de esta medida excede el aspecto recaudatorio, ya que influye sobre el valor de la hora extra y el nivel del sueldo anual complementario y de la retribución por vacaciones.

El Decreto 1347/2003 ha fijado una asignación no remunerativa de \$ 50 veinte desde el 1° de enero del 2004.



# Precios

## I. Introducción

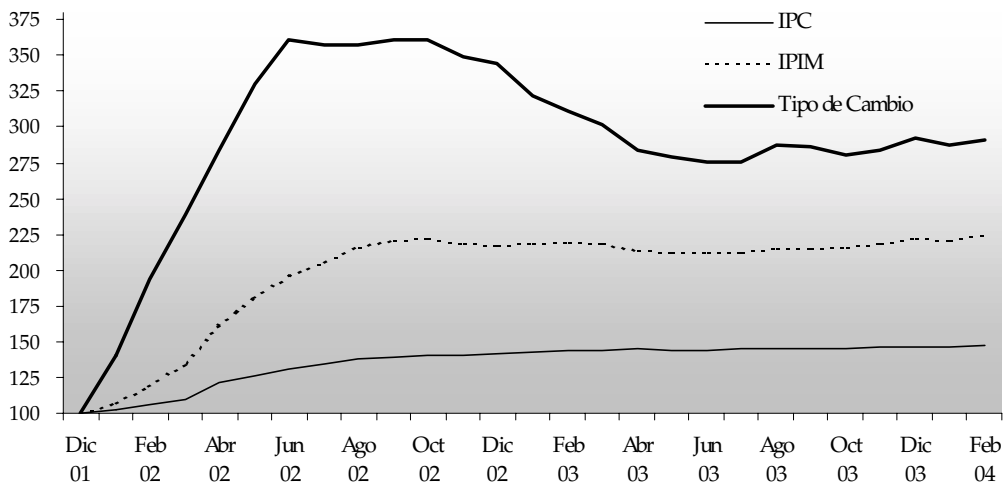
Tras el fuerte cambio de precios relativos ocurrido en 2002, la mayor estabilidad del tipo de cambio nominal y la fortaleza de la demanda de dinero, fueron factores que determinaron en 2003 una inflación muy inferior a la del año anterior, y también a la que había sido presupuestada antes de comenzar el año. Los nuevos precios relativos del régimen de flotación cambiaria reflejaron la gran modificación operada a favor de los bienes transables y en contra de los no transables. Se consolidó así un contexto macroeconómico netamente distinto del de los años de Convertibilidad, ya que el tipo de cambio real (un precio clave para la eficiencia tanto en la asignación sectorial de recur-

sos como en las decisiones intertemporales de consumo e inversión) ha subido al doble del nivel promedio que registró entre 1991 y 2001.

En el cuarto trimestre de 2003 los precios implícitos del Producto Interno Bruto subieron 5,8% anual, con lo que prácticamente volvieron a sus niveles del segundo trimestre. Considerando promedios trimestrales -para efectuar la comparación con los del PIB- en ese período el Índice de Precios minoristas (IPC) aumentó 3,7% anual, mientras que los precios mayoristas disminuyeron mínimamente<sup>1</sup>.

Considerando los aumentos de precios acumulados desde el final de la Convertibilidad hasta Febrero de 2004, se destaca inmediatamente la gran desproporción existente entre la infla-

**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. Solo en el caso particular de los precios implícitos del PIB se utilizan los precios promedio de cada trimestre. Por otra parte, si en alguna parte del Capítulo se hace referencia a las variaciones de corto plazo con relación a los períodos inmediatamente anteriores, se lo indica expresamente y se habla de tendencia.

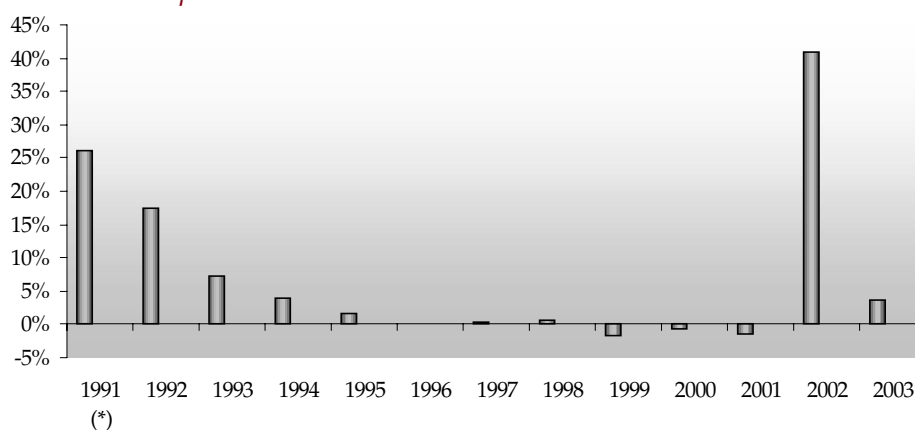
ción minorista (46,9%), la inflación mayorista (124,3%) y la suba del tipo de cambio nominal (191%) (Gráfico 1). En ese período el aumento del tipo de cambio superó en un 54% al de los precios mayoristas, mientras que la evolución de este último fue dos veces y media mayor que la suba de los precios minoristas. De esa forma, la relación entre los incrementos del tipo de cambio y de los precios minoristas fue de 4 a 1. En el Gráfico 4.1 se observa que durante los últimos meses, tanto los precios internos como el tipo de cambio nominal permanecieron marcadamente estables.

Analizando la tendencia inflacionaria (definida como la inflación trimestral anualizada), se destaca la pronunciada desaceleración del IPC en los últimos meses, hasta ubicarse cerca del 3% anual a principios de 2004. Cabe recordar que a mediados de 2002 la cifra correspondiente había tocado 100%. Esta marcada estabilización se explica por el comportamiento del tipo de cambio nominal, que al retroceder durante la primera mitad de 2003, presionó a la baja sobre los precios mayoristas y moderó la suba de los minoristas. Como se señaló en números anteriores de este Informe Económico, el salto inflacionario registrado en Argentina a mediados de 2002 estuvo ligado a una crisis financiera temporaria, derivada del derrumbe del modelo económico anterior, y no representaba una tendencia de largo plazo. En el

nuevo contexto de flotación, los índices de precios parecen depender de otras variables estructurales, tales como:

- a) el mayor grado de apertura comercial (actualmente en el orden del 40% del PIB), inédito para Argentina, lo que significa que los precios domésticos están más limitados por la oferta competitiva de las importaciones, y los precios internacionales – en general más estables que los domésticos – influyen más en la economía debido al peso de los sectores exportadores;
- b) los altos niveles de desempleo –herencia de las políticas de los años ‘90– que disminuyen la presión potencial de los trabajadores sobre los aumentos de salarios y debilitan las tendencias inflacionarias (según la célebre relación conocida como curva de Phillips), a la vez que reducen los márgenes de intermediación minorista;
- c) la baja monetización, en particular el reducido stock de crédito al sector privado (inferior al 9% del PIB), que disminuye el multiplicador bancario;
- d) la capacidad industrial no utilizada (en el orden del 25% promedio), que permitiría aumentos todavía importantes de producción con costos unitarios decrecientes;

**GRAFICO 4.2**  
Inflación minorista anual  
*Variación porcentual de diciembre a diciembre*



(\*) Período Abril-Diciembre anualizado

e) el importante nivel de superávit fiscal primario (del orden del 3% del PIB), que asegura que el sector público no necesita emitir dinero para financiarse, junto a la limitación de los pagos de deuda pública;

f) finalmente, el nivel del tipo de cambio, hoy internacionalmente competitivo, que aleja la posibilidad de sufrir grandes devaluaciones, y opera sobre las expectativas de los agentes anticipando estabilidad de precios. Este último punto depende a su vez de la fortaleza de la demanda de dinero, que fue notablemente alta en 2003.

En el Gráfico 4.2 se observa que el índice de inflación registrado en 2002 constituyó claramente una excepción en los últimos años, explicado por las particulares condiciones del derrumbe del régimen de convertibilidad. Ya el nivel de 2003 volvió a ubicarse prácticamente en el mismo promedio de la década del '90 (que había sido 3,8%), e incluso por debajo de los 4 primeros años de ese período. Resultó del mismo modo muy inferior al promedio del período 1945-1974, los años del modelo de industrialización sustitutiva de importaciones, cuando la inflación minorista había alcanzado 27% en promedio (y ello no había impedido el crecimiento del PIB). A su vez fue sorprendente la fortaleza de la demanda de dinero, ya que la base monetaria amplia se expandió en el orden del 65% durante 2003, un reflejo del muy bajo nivel de monetización que existía en 2002.

Todo indica que en los años futuros sería posible mantener la inflación acotada dentro del rango fijado oportunamente como objetivo por la autoridad monetaria<sup>2</sup>. Por caso, la inflación presupuestada para 2004 se ubica en torno del 10%, un nivel todavía moderado aunque sensiblemente más alto que el del

año 2003. En 2004 debería influir el hecho de que el tipo de cambio nominal no va a retroceder como lo hizo el año pasado, así como la expansión monetaria acumulada y la actualización de precios prevista para ciertos servicios públicos.

Los términos del intercambio externo mejoraron 1,2% anual en el cuarto trimestre de 2003, como resultado de una nueva mejora en los precios de las exportaciones. De este modo, aún con precios relativamente bajos, durante 2003 este indicador se ubicó en su mejor nivel de las últimas dos décadas y su influencia fue importante en el crecimiento del PIB. El índice de precios promedio de las commodities en el mercado mundial que releva el FMI subió 10% anual en el cuarto trimestre de 2003, y aún continuó escalando hasta Febrero de 2004, cuando tocó un máximo para la última década. De esa forma el promedio de 2003 se ubicó 20% por encima del nivel del año 1995. Los combustibles volvieron a avanzar casi 11% anual en el cuarto trimestre de 2003, ubicándose ahora como el grupo de commodities de mejores precios relativos. Hubo avances significativos para los alimentos (5,6% anual en ese trimestre), que representan aproximadamente la cuarta parte del índice, aunque otras materias primas agrícolas no variaron. Por el contrario, los metales avanzaron con fuerza en el cuarto trimestre (24%), si bien habían caído pronunciadamente en 2002.

La desaceleración de la inflación continuaba hasta Febrero de 2004 (último dato disponible al cierre de este Capítulo), dentro de un contexto financiero muy calmado. En dicho mes el tipo de cambio nominal había acumulado una suba de 191% desde inicios de 2002, aunque en términos anuales retrocedió 6,5%. Desde mediados de 2003 el peso se ha mantenido marcadamente estable frente al dólar, pues se revirtió la tendencia a la

<sup>2</sup> En la revisión de junio de 2003 del Acuerdo con el FMI firmado en enero de ese año se habían fijado límites para el IPC de entre 5% y 15% anual (aproximadamente), para converger en el mediano plazo hacia la banda inferior. Posteriormente, hacia fines de año el Banco Central dio a conocer el programa monetario para 2004, en el que se estableció un objetivo de inflación de entre 7% y 11% para el año.



**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 - 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
II - 03	10,2	8,1	9,2	8,3	10,1	11,8
III - 03	3,5	-2,9	0,3	-2,9	-2,3	6,6
IV - 03	3,7	2,0	2,8	0,7	2,0	9,2
Feb'04 (*)	<b>2,3</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>1,9</b>	<b>3,2</b>	<b>12,7</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.

apreciación del primer semestre de ese año. En Febrero de 2004 los índices de precios tendían a converger hacia niveles de estabilidad: los minoristas registraron un aumento del 2,3% anual y los mayoristas uno del 2,1% (Cuadro 4.1). Resulta así particularmente notable la estabilidad de precios de los últimos meses, a sólo 2 años de la fuerte devaluación del peso.

El tipo de cambio real multilateral subió levemente, al 5% anual<sup>3</sup> en Febrero de 2004, debido básicamente a la fortaleza del euro. Sin embargo, en dicho mes se ubicó 19% por debajo de su máximo de Junio de 2002, debido a la apreciación del peso de 2003, por lo que la evolución del último año significó una corrección del overshooting (sobrerreacción) que tuvo lugar tras la megadevaluación. Los años de convertibilidad se habían caracterizado por un tipo de cambio real acusadamente bajo en términos históricos, pero la devaluación lo había llevado a valo-

res demasiado altos para la experiencia argentina, un hecho que se revirtió parcialmente<sup>4</sup>. Si bien esta corrección provocó cierta pérdida de competitividad, como contrapartida restó presiones inflacionarias a la economía, frenó el deterioro del salario real y desalentó la fuga de capitales.

En el Cuadro 4.2 se presentan las tasas anuales de inflación minorista y mayorista de la Argentina y sus principales socios comerciales. En el cuarto trimestre de 2003 la Argentina experimentó una inflación minorista levemente superior a los niveles internacionales, aunque marcadamente inferior a la brasileña. En Brasil las tasas de inflación de 2003 fueron las más altas desde el plan de estabilización de 1994, en particular para los precios mayoristas, si bien disminuyeron notablemente hacia el final del año. En Estados Unidos la inflación minorista se ubicó cerca del 2% anual, a pesar de la caída del dólar frente al euro en

3 Considerando el Índice de Precios al Consumidor como deflactor.

4 El tema del tipo de cambio de equilibrio fue analizado en el Informe Económico N° 40.

**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. 02	7,9	9,7	2,2	1,3	2,5	-1,2	1,3
II Trim. 02	28,4	9,0	2,0	1,1	1,8	-0,7	1,2
III Trim. 02	38,5	9,2	0,4	1,5	2,3	-0,2	1,9
IV Trim. 02	41,0	13,0	1,7	2,4	2,3	-0,3	3,0
I Trim. 03	31,7	14,9	2,4	3,0	2,4	-0,1	3,1
II Trim. 03	10,2	14,9	2,7	2,2	2,0	-0,4	2,9
III Trim. 03	3,5	13,5	2,2	2,3	2,2	-0,2	2,5
IV Trim. 03 (*)	3,7	9,3	1,5	1,9	2,0	-0,2	2,3
PRECIOS MAYORISTAS							
Período	Argentina	Brasil	Chile	EEUU	Eurozona	Japón	Reino Unido
I Trim. 02	27,8	9,9	4,2	-0,5	-0,6	-0,4	-0,1
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	0,4
IV Trim. 02	118,0	35,4	10,5	1,6	1,7	0,1	1,3
I Trim. 03	62,2	43,6	17,0	3,9	2,4	-0,2	2,2
II Trim. 03	8,1	33,6	9,0	2,7	1,4	-0,1	1,2
III Trim. 03	-2,9	20,8	4,5	3,6	1,1	-0,1	1,0
IV Trim. 03 (*)	2,0	8,7	3,5	3,9	1,1	-0,2	1,4

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

(\*) Datos provisionarios

Fuente: FMI y The Economist.

la segunda mitad de 2003. La llamada inflación núcleo (deduciendo los commodities) registró no obstante valores mínimos en 4 décadas, ubicándose en niveles de 1% anual. Los precios mayoristas mostraron un crecimiento cercano al 4% anual, debido al aumento de los precios de la energía y los alimentos. En Europa la inflación se mantuvo sin mayores cambios con respecto al trimestre anterior, alcanzando los índices minoristas un incremento del orden del 2% anual y los mayoristas sólo del 1%. Hacia fines de 2003 se profundizó la caída del dólar frente al euro, tendencia que podría aún continuar este año según la mayoría de los analistas. Este hecho, a la vez que favorece la competitividad global norteamericana, podría implicar mayor presión inflacionaria en 2004.

## II. Precios del Producto Interno Bruto<sup>5</sup>

El índice de precios implícitos del PIB del cuarto trimestre de 2003 se incrementó 5,8% anual<sup>6</sup>, un aumento que resultó ser el doble del que mostró en el trimestre anterior (Cuadro 4.3). De acuerdo con la evolución de los precios de los últimos meses, se estima que en el primer trimestre de 2004 el aumento de los precios implícitos del PIB resultaría similar. Este moderado incremento coincidió con una aceleración del crecimiento real, pues el PIB avanzó 11,3% anual en el período Octubre-Diciembre de 2003, el mejor resultado en una década. Por otra parte, en 2003 el aumento promedio de este índice alcanzó al 9,7% con relación a 2002, desacelerándose fuertemente frente a su registro previo.

<sup>5</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>6</sup> A diferencia de los otros índices utilizados en el Capítulo (ver nota 1), los precios implícitos del PIB se refieren a los promedios de cada período, ya sea el trimestre o el año.

**CUADRO 4.3**  
Indice de precios implícitos en el PIB (\*)  
Base 1993=100

Período	Indice 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
2002	134,1	31,8
<b>2003</b>	<b>147,2</b>	<b>9,7</b>
<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>		
I trim.	143,2	31,0
II trim.	150,4	9,3
III trim.	144,5	2,7
<b>IV trim. (**)</b>	<b>149,8</b>	<b>5,8</b>

(1) Ver llamada 5 del texto.

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

(\*\*) Cifras provisionarias.

Fuente: Elaborado sobre la base de INDEC

Analizando en detalle los precios implícitos sectoriales, se verifica que durante el cuarto trimestre de 2003 los correspondientes a los sectores productores de bienes registraron una pequeña caída que fue más que compensada por la suba de los servicios. Los bienes retrocedieron en promedio 3,1% anual, mientras que los precios de los servicios se incrementaron 7,8% anual. La significativa suba de los servicios resultó, en términos trimestrales, la mayor desde que se produjo la salida de la Convertibilidad. A diferencia de lo ocurrido en 2002, la estabilización del

peso en 2003 produjo una recuperación del precio relativo de los servicios y la construcción, que son típicamente no transables. De esta forma, en el cuarto trimestre de 2003 la relación de precios entre los sectores productores de bienes y los de servicios retrocedió 10,2% con respecto a su valor de un año antes. La recuperación gradual de los servicios indica que existen condiciones más favorables para operar en el mercado interno, como consecuencia de la fuerte reactivación económica (Cuadro 4.4).

Es importante señalar que el cambio de precios relativos ha modificado la composición sectorial del PIB a favor de los sectores productores de bienes. A los precios actuales (los del año 2003), los bienes representan aproximadamente el 46% del PIB, mientras que en los años de Convertibilidad significaban sólo 35%. Esto implica que el peso de los bienes en el PIB ha aumentado en alrededor de un tercio frente al promedio de los años '90, para volver a los niveles previos a la convertibilidad.

### III. Índice de Precios al Consumidor

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) en el Gran Buenos Aires aumentó 3,7% anual en el cuarto trimestre de 2003, debido básicamente a moderados avances en servicios y algo menores en bienes. Así, la inflación minorista registró un valor anual similar al promedio del régimen de Convertibilidad. En términos trimestrales, el incremento del IPC fue de sólo 1% entre Octubre y Diciembre de 2003.

La suba de precios continuaba atenuándose en Febrero de 2004 (último dato disponible al cierre de este Capítulo), alcanzando al 2,3% anual. Cabe señalar que el impacto de la depreciación nominal del peso sobre la inflación minorista (conocido en la literatura económica como "pass-through") ha sido desde diciembre de 2001 hasta la fecha del 25%, sólo una cuarta parte del total, desmintiendo así las tesis que subes-

**CUADRO 4.4**

**Indice 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 (%) (1)
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
2002	178,2	110,8	160,8	67,0
<b>2003</b>	<b>196,7</b>	<b>119,2</b>	<b>165,1</b>	<b>2,6</b>
<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>				
I trim.	193,2	117,5	164,4	46,2
II trim.	206,7	117,5	175,9	3,6
III trim.	190,0	118,2	160,8	-7,6
<b>IV trim. (*)</b>	<b>195,7</b>	<b>123,3</b>	<b>158,7</b>	<b>-10,2</b>

(1) Ver llamada 5 del texto.

(\*) Cifras provisionarias.

Fuente: Elaborado sobre la base de INDEC

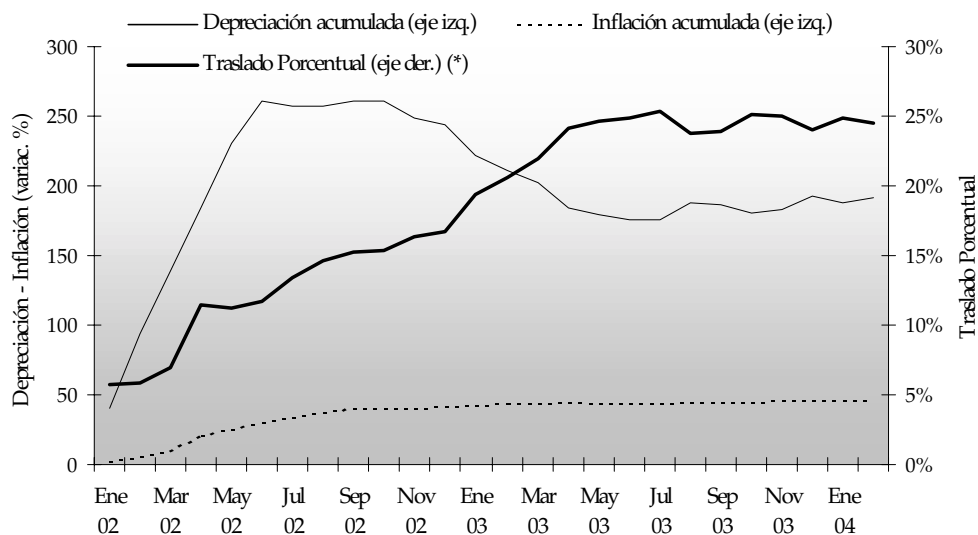
timaban la posibilidad de un fuerte cambio de los precios relativos vigentes durante la década del '90. Además, en el último año los precios relativos se han estabilizado en su nuevo patrón. De esta forma, la devaluación de 2002 terminó por parecerse mucho más a la de Brasil en 1999 que a las anteriores experiencias argentinas (Gráfico 4.3).

En el Gráfico 4.4 se observa la evolución comparativa de los distintos índices de precios. Se percibe inmediatamente la gran brecha que se abrió entre los aumentos de precios mayoristas y minoristas durante 2002. Por el contrario, hacia fines de 2003 ambas tasas mostraron una clara tendencia a converger. Hubo un fuerte cambio de precios relativos a favor de los precios mayoristas (los de la industria, la minería y el agro). La política

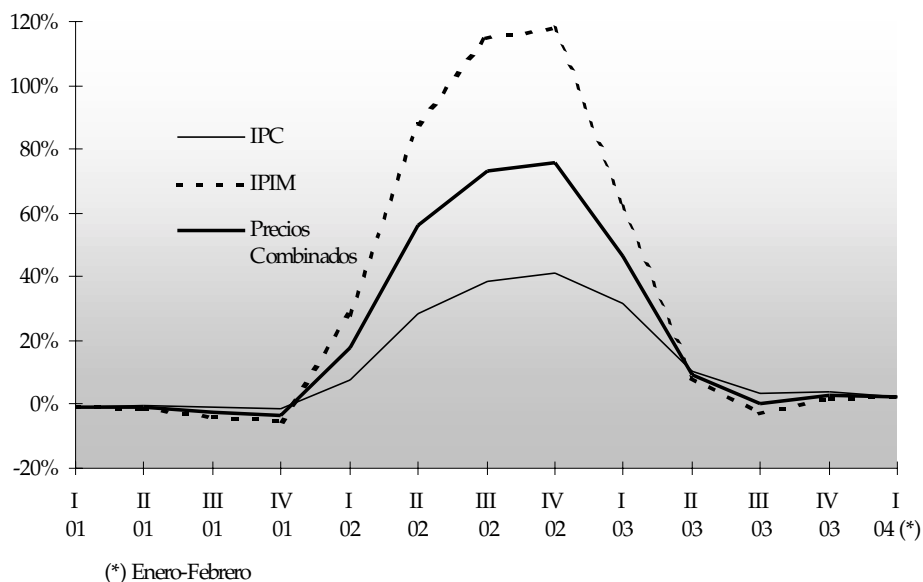
de diferir hasta la fecha aumentos de tarifas, jubilaciones y remuneraciones del sector público contribuyó en el mismo sentido.

En el Gráfico 4.5 se representa la relación citada entre los precios minoristas y los mayoristas. La distinta velocidad en los aumentos de ambos índices ha provocado que esa relación haya caído 32% desde fines de 2001, ubicándose actualmente 10% por debajo del valor que tenía al principio de la Convertibilidad. Sin embargo, esa caída se verificó hasta el tercer trimestre de 2002, y muestra cierta tendencia a revertirse paulatinamente, lo que constituye un reflejo de la reactivación económica.

**GRAFICO 4.3**  
Efecto de la Depreciación del Peso sobre la Inflación Minorista



**GRAFICO 4.4**  
Tasas de variación anual de los índices de precios minoristas, mayoristas y combinados

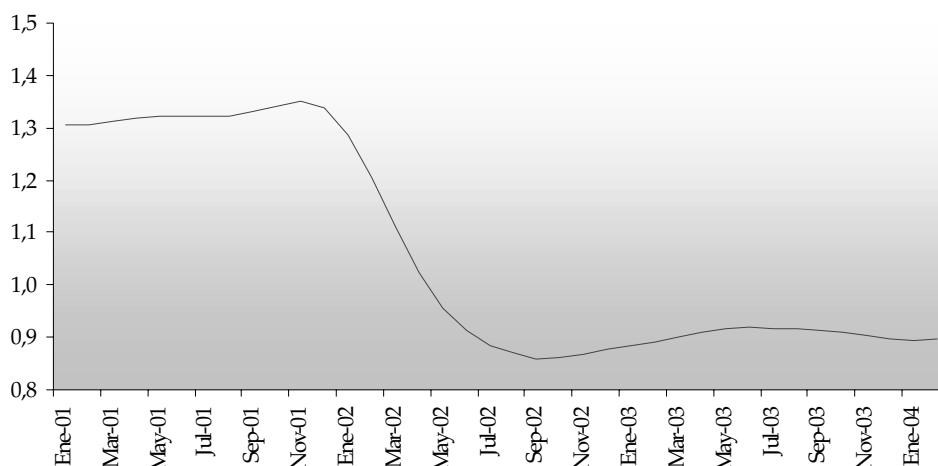


Observando la evolución reciente del IPC, es posible construir un indicador de tendencia sobre la base del promedio móvil de la inflación trimestral anualizada, el que se representa en el Gráfico 4.6. Se observa claramente cómo continuó cayendo la tendencia inflacionaria en 2003, partiendo de niveles de 10% anual, hasta resultar prácticamente nula a mediados del año

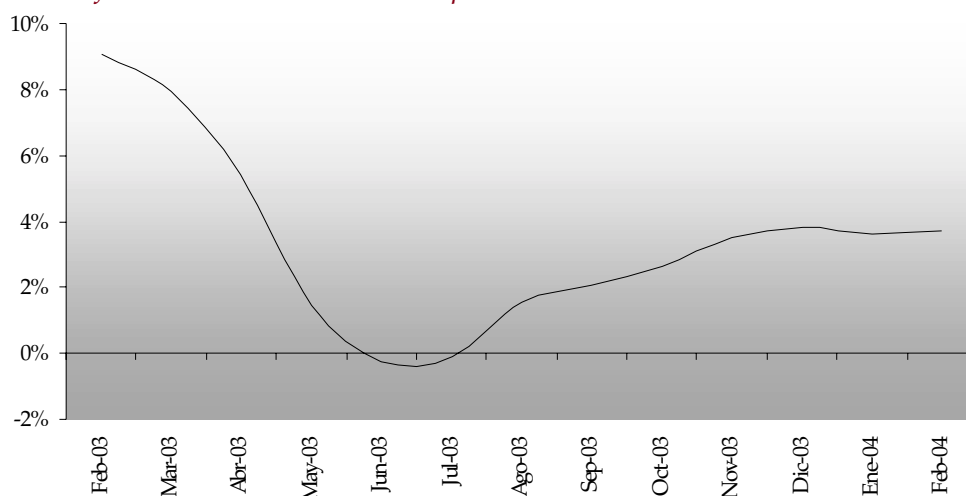
pasado. Posteriormente se observó una clara recuperación, estimulada por una política monetaria más expansiva, ubicándose el indicador cerca del 4% anual en Febrero último.

Analizando la composición del IPC, en el Cuadro 4.5 se observa que en el último año hubo subas leves en todos los capítulos

**GRAFICO 4.5**  
Precios Relativos Minoristas / Mayoristas  
Base Abril 1991 = 1



**GRAFICO 4.6**  
Tendencia de la Inflación Minorista  
Inflación Trimestral Anualizada (promedio móvil)



que lo integran, si bien de distinta magnitud. A fines de 2003, entre los componentes del IPC el aumento más importante lo registraron los Servicios (5,2% anual) y el menor los Bienes (2,7%). Entre los bienes, el capítulo de Alimentos y Bebidas (el de mayor ponderación e impacto social) aumentó 4,7% anual en Diciembre pasado. Se destacaron los incrementos en lácteos (11% anual), las frutas (6% anual), azúcar, miel y dulces (5%), las gaseosas (8%) y en especial las bebidas alcohólicas (21%).

Por el contrario otros rubros experimentaron caídas, tales como la harina, el arroz y otros cereales (-3% anual), los aceites y grasas (-2%) y los productos de panificación (-1%).

De todos los capítulos del IPC, el incremento anual récord en 2003 lo alcanzó la Indumentaria (7,4%), que fue a su vez el que más creció desde fines de 2001. En un rango intermedio se ubicaron en 2003 los capítulos de Esparcimiento (4,3%) y

## PRECIOS

**CUADRO 4.5**  
Tasas de Variación del IPC por capítulos (en %) (1)

Capítulo	Pond. (%) (2)	I 03	II 03	III 03	IV 03	Feb'04
Alimentos y Bebidas	31,29	47,0	15,8	6,8	4,7	2,6
Indumentaria	5,18	51,6	19,3	11,5	7,4	4,9
Vivienda	12,69	13,3	8,2	4,2	4,6	3,5
Equipamiento del hogar	6,55	31,3	7,2	3,0	0,2	-0,8
Salud	10,04	24,2	3,6	1,9	3,1	1,7
Transporte y Comunicaciones	16,97	23,3	6,8	2,1	0,8	-0,4
Esparcimiento	8,67	31,8	10,3	5,3	4,3	4,1
Educación	4,20	5,4	2,2	1,9	2,1	2,1
Bienes y servicios varios	4,43	25,4	3,5	5,5	6,2	5,5
<b>NIVEL GENERAL</b>	<b>100,00</b>	<b>31,7</b>	<b>10,2</b>	<b>4,9</b>	<b>3,7</b>	<b>2,3</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.

Vivienda (4,6%, en particular por las subas del 16% en las expensas). Por el contrario, las menores subas se anotaron en Transporte y Comunicaciones (0,8%) y Equipamiento del Hogar (0,2%), en el primer caso porque las tarifas continuaron congeladas, y en el segundo debido al retroceso del tipo de cambio.

Analizando los precios relativos en el IPC, en el Cuadro 4.6 y en los Gráficos 4.7 y 4.8 se observa que hasta Diciembre de 2003, y con relación al año anterior, subieron modestamente los precios de los bienes (2,7%), mientras que los servicios tuvieron un aumento superior, aunque desigualmente distribuido. En efecto, los servicios privados se incrementaron 6,3% anual, mien-

**CUADRO 4.6**  
IPC: Evolución de bienes y servicios  
Índices Base 1999 = 100 y tasas de variación (en %) (1)

Final del Período	Bienes		Servicios				Precios relativos		
	Índice	Var.	Privados (2)		Públicos (3)		Serv. Priv./	Serv. Púb./	Serv. Púb./
			Índice	Var.	Índice	Var.	Bienes	Bienes	Serv. Priv.
<b>2001</b>	<b>95,2</b>	<b>-1,4</b>	<b>99,8</b>	<b>-0,4</b>	<b>101,6</b>	<b>1,9</b>	<b>104,9</b>	<b>106,8</b>	<b>101,8</b>
I - 01	98,0	-1,6	100,6	-1,2	100,7	0,8	102,7	102,7	100,1
II - 01	97,5	-1,4	100,4	-0,1	102,2	2,6	103,0	104,8	101,8
III - 01	96,4	-2,9	100,3	0,1	102,3	2,0	104,1	106,2	102,0
IV - 01	95,2	-3,1	99,8	-0,2	101,6	2,3	104,9	106,8	101,8
<b>2002</b>	<b>160,5</b>	<b>44,0</b>	<b>115,6</b>	<b>8,4</b>	<b>106,5</b>	<b>3,9</b>	<b>72,0</b>	<b>66,3</b>	<b>92,1</b>
I - 02	111,3	13,6	102,4	0,7	102,5	2,8	92,0	92,1	100,1
II - 02	145,5	49,2	108,5	6,3	106,3	2,2	74,6	73,1	97,9
III - 02	159,1	65,2	113,6	12,0	106,9	5,0	71,4	67,2	94,1
IV - 02	160,5	68,6	115,6	15,0	106,5	4,4	72,0	66,3	92,1
<b>2003 (*)</b>	<b>165,3</b>	<b>3,0</b>	<b>121,2</b>	<b>5,7</b>	<b>109,5</b>	<b>2,5</b>	<b>73,3</b>	<b>66,3</b>	<b>90,4</b>
I - 03	164,8	48,1	118,5	15,7	108,6	6,0	71,9	65,9	91,6
II - 03	162,8	11,9	119,5	10,1	109,4	3,0	73,4	67,2	91,5
III - 03	163,6	2,8	120,3	5,9	109,5	2,5	73,5	66,9	91,1
IV - 03 (*)	164,9	2,7	122,8	6,3	109,6	2,9	74,5	66,5	89,2
<b>Feb'04 (*)</b>	<b>164,7</b>	<b>0,0</b>	<b>125,3</b>	<b>5,7</b>	<b>109,7</b>	<b>1,0</b>	<b>76,0</b>	<b>66,6</b>	<b>87,6</b>

(\*) Cifras Provisorias

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

(2) Los servicios privados comprenden todos los servicios del IPC exceptuando los incluidos en servicios públicos.

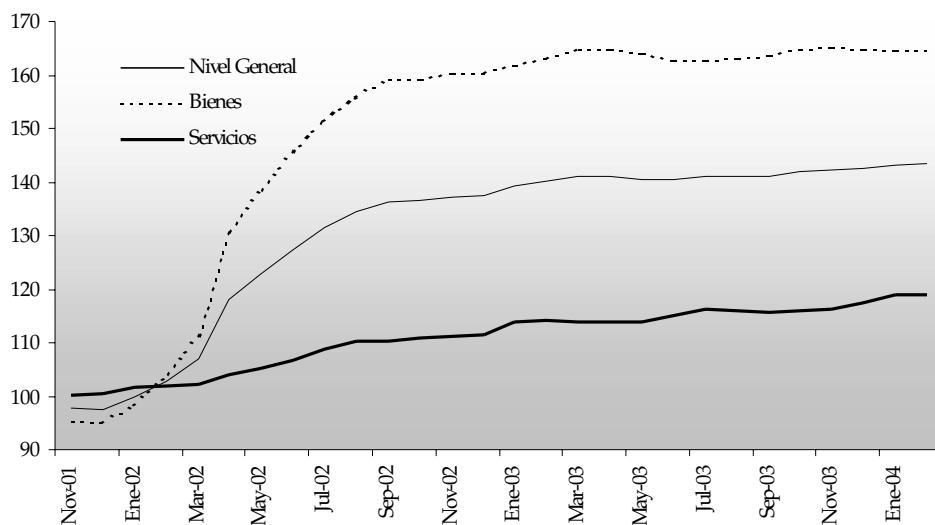
Los ítem principales son: comidas fuera del hogar, alquiler de la vivienda, servicio doméstico, gastos comunes de la vivienda, servicios de salud prepagos, médicos y odontólogos, turismo y educación formal. Reúnen un 32,8% del IPC en la Base 1999=100.

(3) Los servicios públicos incluyen electricidad, servicios sanitarios, gas y otros combustibles de uso doméstico,

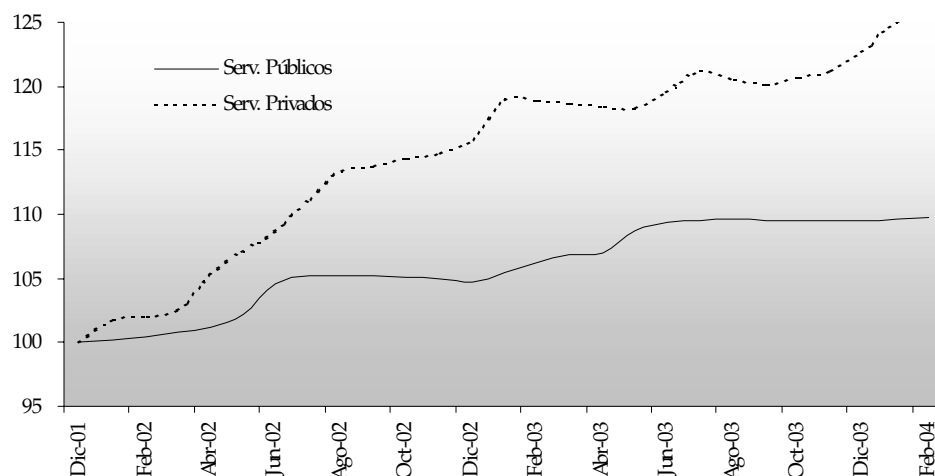
ómnibus y tren de corta distancia, taxi, subterráneo, correo y servicios telefónicos. Representan un 12,8% del IPC en la Base 1999=100.

Fuente: Elaborado con información del INDEC.

**GRAFICO 4.7**  
**Indice de Precios al Consumidor - Bienes y Servicios**  
*Base 1999 = 100*



**GRAFICO 4.8**  
**Indice de precios al Consumidor - Servicios Privados y Públicos**  
*Indices base Diciembre 2001 = 100*



tras que los servicios públicos, cuyas tarifas se encuentran reguladas por el Estado, aumentaron sólo 2,9%, debido entre otras razones a los aumentos ocurridos en el correo privado, en algunas tarifas en ciertas provincias y en los servicios telefónicos no regulados.

Como consecuencia, durante el último año empezó a subir suavemente la relación de precios entre servicios privados y bienes (3,5% anual a fines de 2003), pero por el contrario se mantuvo

estable la relación entre servicios públicos y bienes, invirtiéndose así el comportamiento que había caracterizado los últimos años de la Convertibilidad. A partir de la devaluación 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 la menor variación. Desde fines de 2002 se observa una ligera recuperación de los precios de los servicios privados (Cuadro 4.6 y Cuadro A4.4 del Apéndice Estadístico).



## IV. Índice de Precios Mayoristas

El Índice de Precios Internos Mayoristas (IPIM) avanzó 2% anual a fines de 2003, debido a la recuperación del tipo de cambio nominal en los últimos meses del año. No obstante, las subas se concentraron en los productos nacionales (3,3% anual), en particular en los manufacturados (3,9%), la mayoría de ellos sustitutos de las importaciones que se fabrican con cierta proporción de insumos importados. Por el contrario, los productos importados disminuyeron marcadamente (-11,4%) por el retroceso del tipo de cambio. Finalmente, los productos primarios (en su mayoría exportables) pudieron aún avanzar 1,4%, debido al favorable contexto de precios internacionales.

Durante 2003 el nivel general del IPIM se mantuvo muy estable, registrando en definitiva un comportamiento similar al del año 2000, en plena vigencia del esquema de convertibilidad. Por otra parte, desde fines de 2001 hasta Febrero de 2004 los precios mayoristas han aumentado un 120%, alcanzando el pass through mayorista al 65%. Esto implica que se ha verificado 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 autopartes, electrodomésticos, muebles, neumáticos, textiles y calzado). Cabe destacar que los costos de la industria han aumentado en general menos que sus precios, en particular los costos laborales y las tarifas, por lo que la rentabilidad del sector creció significativamente. Se revirtió rápidamente así la tendencia que se manifestaba durante la década del '90. Finalmente, en el primer bimestre de 2004 el IPIM avanzó 1% y acompañó la recuperación del tipo de cambio nominal (Gráficos 4.9 y 4.10).

En el Gráfico 4.9 se perciben 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 posteriormente (y aún levemente defla-

cionaria a mediados de 2003), derivada de las nuevas condiciones macroeconómicas. El alza del IPIM se concentró fundamentalmente en los productos importados y en los primarios (Gráfico 4.10). De este modo, cayó significativamente la rela-

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

1. INDICE DE PRECIOS INTERNOS AL POR MAYOR (IPIM)					
Periodo	Nivel Gral.	Productos Nacionales			Productos Importados
		Total	Primarios	Manufacturados y Energía Eléctrica	
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	62,2	64,1	88,0	57,5	44,8
II - 03	8,1	10,5	12,0	10,0	-13,5
III - 03	-2,9	-1,5	-10,8	1,9	-16,4
IV - 03	2,0	3,3	1,4	3,9	-11,4
Feb'04 (*)	2,1	2,9	1,0	3,6	-6,6

2. INDICE DE PRECIOS INTERNOS BASICOS AL POR MAYOR (IPIB)					
Periodo	Nivel Gral.	Productos Nacionales			Productos Importados
		Total	Primarios	Manufacturados y Energía Eléctrica	
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
II - 03	8,3	10,9	13,8	10,0	-13,8
III - 03	-2,9	-1,5	-9,4	1,6	-16,5
IV - 03	0,7	2,0	1,6	2,1	-12,6
Feb'04 (*)	1,9	2,7	1,1	3,4	-6,5

3. INDICE DE PRECIOS BASICOS DEL PRODUCTOR (IPP)				
Periodo	Nivel Gral.	Productos Nacionales		
		Total	Primarios	Manufacturados y Energía Eléctrica
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
II - 03	10,1	10,1	11,3	9,7
III - 03	-2,3	-2,3	-10,7	0,9
IV - 03	2,0	1,9	1,5	2,1
Feb'04 (*)	3,2	3,2	1,6	3,7

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

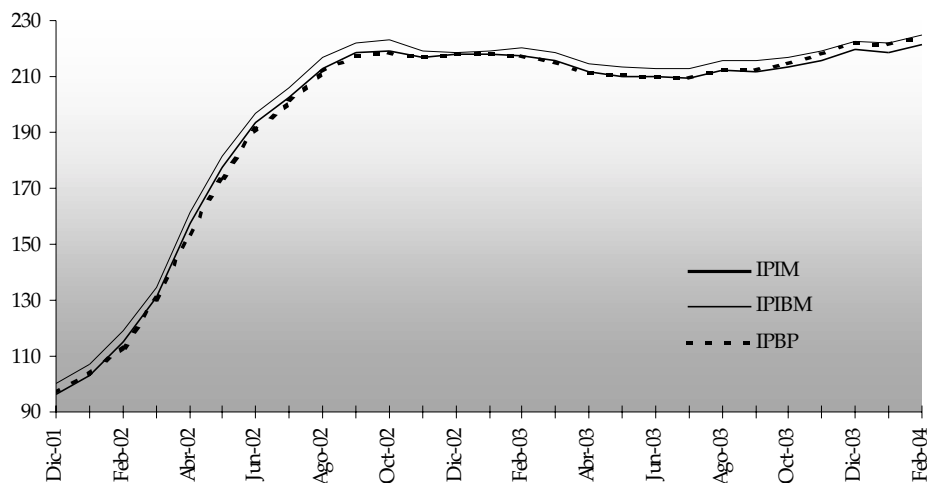
(\*) Datos provisorios.

Fuente: INDEC.

**GRAFICO 4.9**

Sistema de índices de precios mayoristas (SIPM)

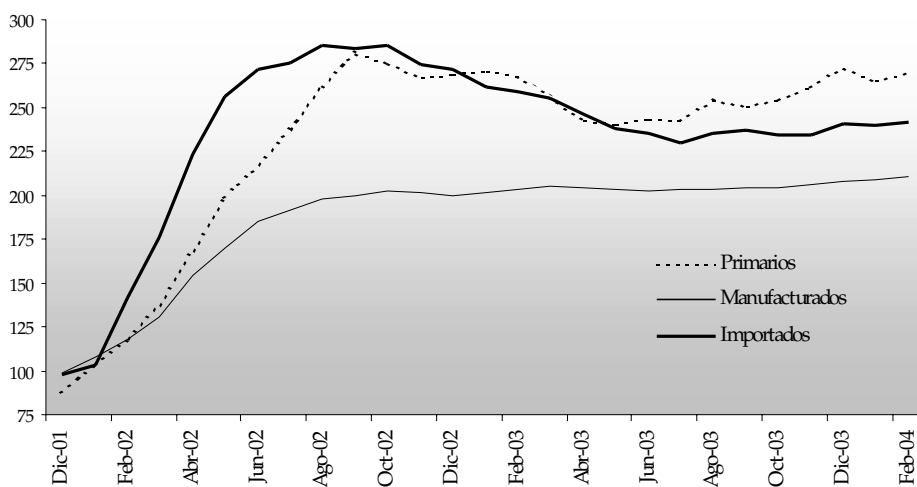
Nivel general - 1993 = 100



**GRAFICO 4.10**

Índice de precios internos mayoristas (IPIIM)

Productos Primarios, Manufacturados e Importados - Base 2001=100



ción de precios entre los productos nacionales y los importados (-24% en promedio comparando 2003 con 2001), a la vez que aumentó 28% promedio la relación 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. El indicador productos primarios vs. industriales refleja que la producción primaria es

transable en mayor grado, debido a que en las manufacturas locales interviene una mayor proporción de insumos no transables como salarios, electricidad e impuestos. Sin embargo, también indica que, dentro del nuevo contexto de precios relativos, podría profundizarse la especialización productiva en favor del sector primario.

Evaluados a principios de 2004, los productos primarios que registraron mayores aumentos anuales fueron los minerales no

metalíferos (31%), en gran medida rocas de aplicación para la industria de la construcción, ayudados por el dinamismo del sector. Estos bienes recuperaron así el atraso relativo acumulado durante 2002. Atrás se ubicaron los productos agropecuarios (sólo 6% de suba), mientras que el petróleo y el gas retrocedieron en términos anuales. El precio de la electricidad prácticamente no varió en el último año, si bien tras la devaluación se abarató en términos relativos para las industrias exportadoras. Del aumento promedio anual de las manufacturas nacionales (3,6%), se destacaron los ocurridos en sectores de tabaco (28%, debido a que la industria fue autorizada a aumentar los precios congelados desde la devaluación para recomponer márgenes), impresiones y reproducción de grabaciones (14%) y prendas textiles (15%). Por el contrario, los rubros que sufrieron caídas anuales fueron papel y sus productos (-2%) y equipos y aparatos de radio y televisión (-11%), sectores estos últimos que siguen más de cerca la evolución del tipo de cambio. Si bien tras la devaluación aumentó la competitividad en la industria, se destacaron ciertos sectores que utilizan relativamente pocos insumos importados (cuero y calzado, madera y muebles, alimentos y bebidas, maquinaria y equipos). En cuanto a los productos

importados, en Febrero de 2004 registraron una caída anual promedio del 6,6%, si bien se encarecieron 5% frente a sus mínimos de mediados de 2003.

El Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor (IPIB), que excluye a los impuestos contenidos en el IPI, subió 0,7% anual a fines de 2003. Por su parte, el Índice de Precios Básicos del Productor (IPP), que representa sólo a los bienes producidos en el país, avanzó 2% en el mismo período. Las variaciones de sus rubros fueron en ambos casos similares a las del IPI, observándose en el último año avances relativos en los productos nacionales (en el caso del IPIB) y caída en los importados (Cuadro 4.7).

## V. Costo de la Construcción

El Costo de la Construcción en el Gran Buenos Aires (ICC) subió 9,2% anual en el cuarto trimestre de 2003. El mayor incremento dentro del índice correspondió esta vez al capítulo de Mano de Obra (17,4% anual), en particular por los aumentos de salarios dispuestos por el Gobierno y por la efectivización parcial de los trabajadores en situación informal. También in-

**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.
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
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
I - 03	136,3	26,9	167,5	36,8	106,7	14,1	126,7	26,4
II - 03	137,5	11,8	167,7	9,3	108,4	14,6	130,0	18,2
III - 03	141,1	6,7	170,6	3,9	113,1	10,3	131,7	9,7
<b>IV '03 (*)</b>	<b>146,6</b>	<b>9,2</b>	<b>174,4</b>	<b>3,9</b>	<b>120,7</b>	<b>17,4</b>	<b>134,9</b>	<b>11,4</b>
<b>Feb'04 (*)</b>	<b>153,0</b>	<b>12,7</b>	<b>178,6</b>	<b>6,9</b>	<b>130,2</b>	<b>22,9</b>	<b>137,3</b>	<b>9,8</b>

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

(\*) Datos provisionarios.

Fuente: INDEC.

fluyó el incremento ocurrido en Gastos Generales (11,4%), rubro de menor importancia relativa que incluye gastos diversos previos al inicio de obra. En último lugar se ubicó Materiales (3,9% anual), que a los precios actuales representa más de la mitad del índice. Los precios de los materiales que 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), se frenaron con la estabilización del tipo de cambio. Posteriormente, los datos provisorios de Febrero de 2004 muestran una inflación del 12,7% anual, impulsada por nuevos aumentos en Mano de Obra y Materiales.

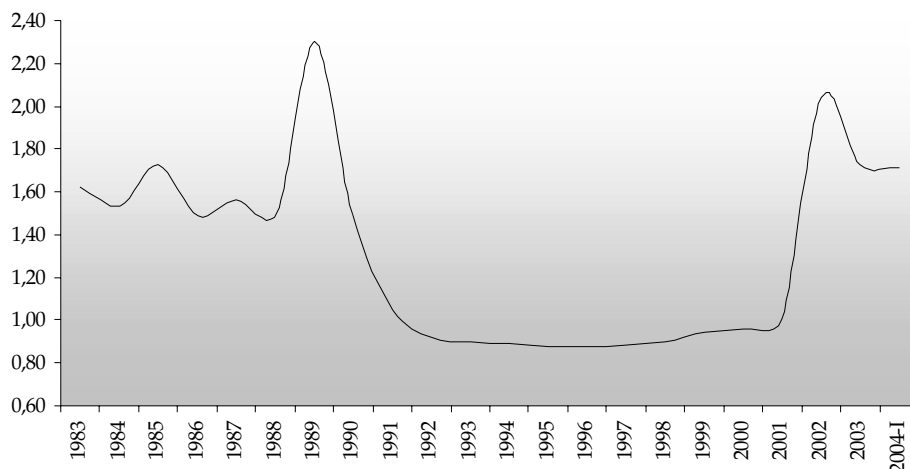
De esta forma, el ICC superó con creces a los demás índices de precios en el último año, hecho en parte explicado por el nuevo auge del sector. La distinta variación de los rubros de Materiales y Mano de Obra tras la devaluación del peso incentivó relativamente las obras de refacción y remodelación (que requieren comparativamente menos materiales) frente a las nuevas construcciones. El precio relativo de la Mano de Obra frente a los Materiales a principios de 2004 resulta aún 24% inferior al promedio registrado en 2001 (Cuadro 4.8 y Cuadro A4.8 del Apéndice).

## VI. Tipo de Cambio

La fuerte depreciación del peso en la primera mitad de 2002 y la posterior apreciación en 2003, reactualizaron la importancia del análisis del tipo de cambio real. La serie histórica del tipo de cambio real frente al dólar revela las enormes fluctuaciones de este precio clave durante los últimos 20 años. Estas oscilaciones se han originado en variaciones en los flujos de capitales internacionales, el comercio exterior, los tipos de cambio de los socios comerciales y el ciclo económico interno. Actualmente parece claro que la magnitud de la devaluación de 2002 estuvo relacionada con el mantenimiento forzado de un tipo de cambio por debajo del equilibrio en los años de Convertibilidad, lo que se manifestaba en tasas de desempleo y endeudamiento externo crecientes, hasta revelarse todo el modelo insostenible (Gráfico 11).

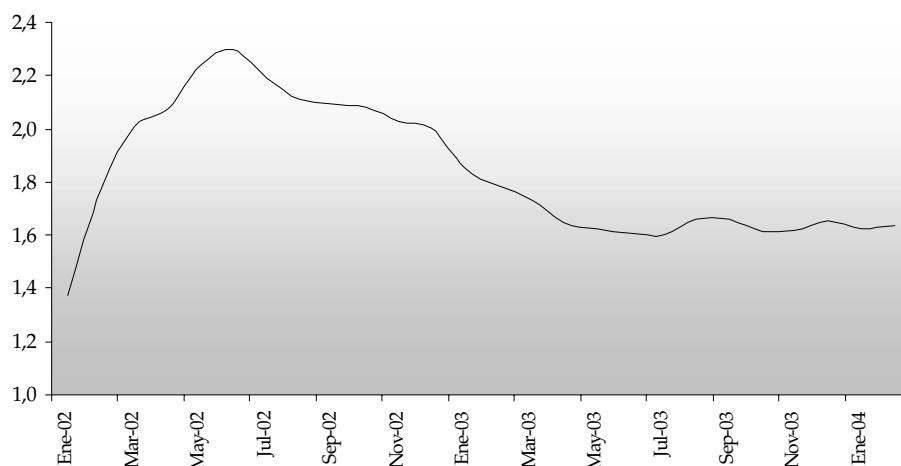
En 2003 el tipo de cambio real con el dólar (medido por los precios combinados) descendió frente a sus niveles de 2002, ubicándose hacia finales de año en valores más cercanos al promedio de los últimos 20 años (levemente superior al período 1983-88). Durante todo 2003 el dólar en el mercado mayorista presentó tendencia a la baja, e incluso el Banco Central intervino para sostener su

**GRAFICO 4.11**  
**Tipo de Cambio Real con el Dólar**  
*Deflectado por precios combinados - Base 2001 = 1*



**GRAFICO 4.12**

Tipo de Cambio Real con el Dólar - Evolución reciente  
Deflactado por precios combinados - Base 2001 = 1

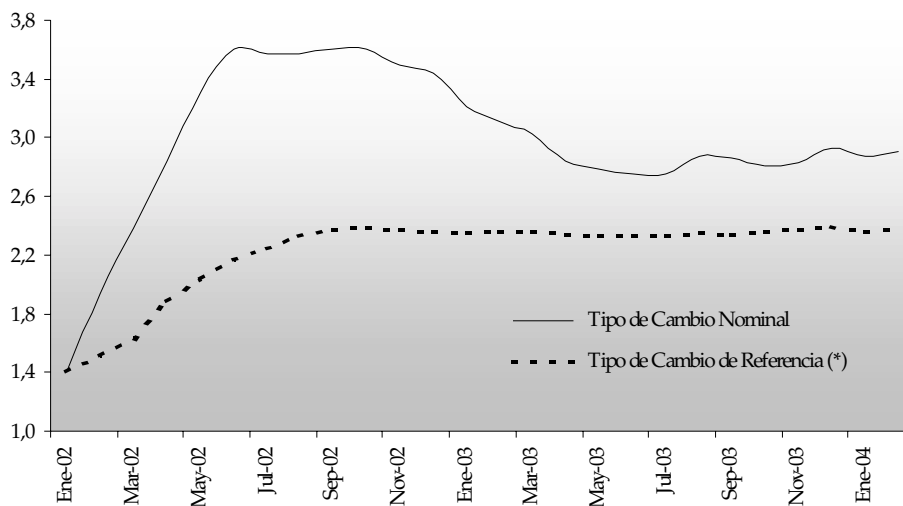


precio, en forma más activa a partir de la segunda mitad del año. Desde ese momento el tipo de cambio real frente al dólar prácticamente se estabilizó (Gráfico 4.12). Hay que destacar que, debido a la apreciación del real y a la escalada del euro, el tipo de cambio real multilateral volvió a subir 5% en el último año.

Para analizar la variación del precio del dólar es conveniente usar un valor de referencia que se aproxime a niveles de largo plazo más realistas. A modo de ejercicio, se usó aquí como parámetro el valor adoptado en Enero de 2002 (\$ 1,40 por dólar)<sup>7</sup>, considerando esa estimación un buen “proxy” del atraso cambiario anterior, y

**GRAFICO 4.13**

Tipo de Cambio Nominal y Tipo de Cambio de Referencia  
Pesos por US dólar



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

<sup>7</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.

ajustándolo desde entonces por la evolución de los precios combinados. Se adoptaron los precios combinados porque el índice minorista exhibe un atraso relativo frente al mayorista, que debería corregirse parcialmente en el tiempo. Así definido, la evolución del tipo de cambio de mercado frente al de referencia se representa en el Gráfico 4.13.

Se advierte claramente que la diferencia entre ambos valores alcanzó un rango máximo hacia Junio de 2002. Desde entonces la brecha se fue cerrando paulatinamente, indicando una tendencia a la convergencia. En valores porcentuales, la diferencia se redujo desde 67% en Junio de 2002 hasta sólo 18% en Julio de 2003. La reciente recuperación del tipo de cambio volvió a ensanchar la brecha levemente.

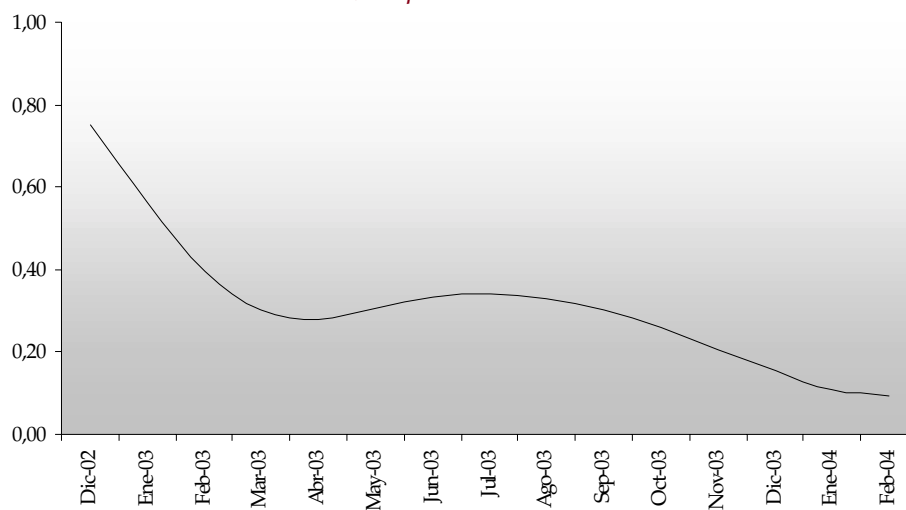
Es importante detenerse en la importancia de este último hecho. Durante la primera mitad de 2003, la corrección a la baja del tipo de cambio había planteado un serio interrogante: hasta qué punto continuaría la caída de la divisa, lo que afectaba la competitividad de la industria. En los últimos meses esa tendencia se frenó, por lo que actualmente se prevé mayor estabilidad en este precio clave.

Es interesante también analizar la volatilidad del tipo de cambio nominal durante el último año. Se admite en macroeconomía la importancia de un buen sistema de precios relativos que actúen como señales para lograr la eficiencia en la asignación y el uso de los recursos. Se acepta a la vez que esos precios deberían ser estables, respetando siempre los equilibrios macroeconómicos interno y externo. Por lo tanto, en un buen sistema de flotación, el tipo de cambio nominal en principio debería fluctuar relativamente poco. La volatilidad (estadísticamente hablando, el desvío estándar) anual del tipo de cambio se representa en el Gráfico 4.14.

Se advierte claramente que la dispersión del tipo de cambio con respecto a su promedio móvil fue cayendo rápidamente en el último año, desde valores de unos 75 centavos por dólar a fines de 2002, hasta sólo 10 centavos por dólar a principios de 2004. Si el sistema de flotación se consolidara durante el año 2004, esta volatilidad podría continuar siendo baja.

En el Cuadro A4.10 del Apéndice Estadístico se presentan otras estimaciones del tipo de cambio real bilateral con las principales monedas relevantes para el comercio argentino. Al reali-

**GRAFICO 4.14**  
Volatilidad del tipo de cambio nominal  
*Promedio trimestral móvil, en pesos*



zar la comparación anual, y utilizando como deflactor los precios minoristas, en Enero de 2004 se observa que el indicador cayó 11% anual frente al dólar<sup>8</sup>, puesto que de un año a esta parte el peso se apreció en similar magnitud. De forma análoga, el tipo de cambio real frente a la eurozona subió cerca de 6% anual, ya que la suba del euro frente al dólar en 2003 llegó a anular la apreciación del peso contra la moneda norteamericana. Debido a factores tales como la invasión de Irak, los niveles de déficit fiscal y externo y los diferenciales de interés entre Europa y Estados Unidos, el euro se valorizó 17% frente al dólar en el último año, llevando el total de la ganancia acumulada hasta 37% desde sus mínimos de mediados de 2001. Con relación a Brasil, el tipo de cambio real avanzó casi 14%, debido a la fuerte recuperación del real durante 2003.

Finalmente, analizando el tipo de cambio real multilateral (un promedio ponderado por el comercio con las tres monedas descritas), es interesante destacar que el promedio de 2003 fue aproximadamente 100% superior al de los años de convertibilidad (medido por IPC). Esto significa que, en la medida en que pueda mantener -aún parcialmente- la ventaja cambiaria lograda, el país tiene hoy precios internacionalmente competitivos, a diferencia de lo sucedido en la década del '90.

## VII. Precios Internacionales de Productos Básicos

El índice de precios promedio de las commodities en el mercado mundial, relevado por el FMI, subió 10% anual en el cuarto trimestre de 2003, y aún continuó escalando hasta Febrero de 2004, cuando tocó un máximo para la última década. De esa forma, el promedio de 2003 se ubicó 20% por encima del nivel del año 1995, y a principios de 2004 la mejora se extendió

hasta 25%. Los combustibles (que representan casi la mitad del índice) volvieron a avanzar casi 11% anual en el cuarto trimestre, pues retornó la incertidumbre a los mercados por el futuro de la ocupación de Irak. Así, se posicionaron como el grupo de commodities de mejores precios relativos. El petróleo, la materia prima más importante, creció 10,1% anual promedio en el período Octubre-Diciembre, ubicándose en niveles de U\$S 30 por barril. Posteriormente el crudo continuó subiendo, llegando a niveles máximos para la última década a principios de 2004. Hubo avances significativos para los alimentos (5,6% anual), que representan la cuarta parte del índice. Los cereales no mostraron tendencia definida, pero las oleaginosas, en especial la soja y sus derivados, continuaron aumentando durante el cuarto trimestre. Esta suba se debió a la sostenida demanda de Asia, en particular de China, y a una caída en la cosecha de América del Norte. Otras materias primas agrícolas de países tropicales no variaron significativamente. Por el contrario, en el cuarto trimestre los metales se recuperaron fuertemente de su pronunciada caída en 2002, al subir 24% interanual.

Según las proyecciones del FMI, el promedio de precios de commodities aún crecería lentamente en el bienio 2004-2005. El débil desempeño de la economía mundial durante el año pasado debería revertirse francamente a partir de 2004. Las variaciones de precios proyectadas son positivas para los alimentos y para las restantes materias primas agrícolas, y algo inferiores para los metales. Los precios de las manufacturas crecerían suavemente, y los del petróleo deberían tender a valores entre U\$S 28 y U\$S 25 por barril, esto es, dentro del rango superior de precios que la OPEP define como meta. Si bien se recobró la extracción en Venezuela, la vuelta de Irak como importante proveedor mundial, con exportaciones potenciales de 2 millones de barriles diarios (más del cuádruple de lo actualmente exportado y 8% de los 25,4 millones establecidos para toda la

<sup>8</sup> La suba del indicador refleja una depreciación real del peso, y la baja equivale a una apreciación.

## PRECIOS

OPEP), se retrasó debido al contexto de inseguridad en ese país.

En los mercados internacionales de cereales el valor promedio del trigo para el cuarto trimestre de 2003 cayó 11,7% en términos anuales, si bien se ubicó, con U\$S 158 por tonelada métrica, en los buenos niveles de 1997. La tendencia reciente para el trigo (frente al tercer trimestre) fue claramente positiva (Cuadro 4.9). El precio del maíz no se modificó con relación al de un año atrás, ubicándose con U\$S 108 por tonelada, en niveles superiores a los del último quinquenio. El arroz avanzó suavemente (8,1% anual) en el cuarto trimestre, y su tendencia resultó estable. Este cultivo tiene sin embargo menor significación que las del trigo o el maíz para Argentina, representando sus exportaciones sólo un 10% de las de cada uno de aquéllos.

Los precios de la soja y sus derivados continuaron escalando en el cuarto trimestre de 2003. En ese período el aceite, el de mayor valor unitario, aumentó 12,7% anual, superando la cota de U\$S 600 FOB por tonelada, un nivel que no registraba desde 1998. En el mismo lapso el grano ganó 35,6% respecto de igual período de 2002, mientras que la harina mejoró todavía en mayor medida (44,5%). Ambos productos se ubicaron en los mejores niveles del último quinquenio. Durante 2003 aumentaron significativamente los embarques a China, y se prevé que la demanda del gigante asiático continuará incrementándose en los próximos años. El sorgo se desvalorizó 3% anual durante el cuarto trimestre, si bien se recobró con fuerza frente al trimestre inmediato anterior. El aceite de girasol prácticamente no varió en el cuarto trimestre de 2003, ubicándose no obstan-

### CUADRO 4.9

#### Precios Internacionales de Productos Básicos

*Tasas de variación anual, en %*

Producto	Especificación de precios	Unidad	2 0 0 2		2 0 0 3		
			IV trim.	I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.
<b>Cereales</b>							
Trigo	USA (fob) Golfo de México	U\$S/TM	44,4	18,5	8,6	-14,5	<b>-11,7</b>
Maíz	USA (fob) Golfo de México	U\$S/TM	21,3	16,5	18,9	-7,4	<b>0,0</b>
Arroz	Tailandia (fob) Bangkok	U\$S/TM	7,5	3,1	1,2	3,6	<b>8,1</b>
<b>Soja y Aceites Vegetales</b>							
Semilla de soja	USA (cif) Rotterdam	U\$S/TM	27,1	28,6	22,6	6,6	<b>35,6</b>
Harina de soja	USA (cif) Rotterdam	U\$S/TM	1,7	9,9	16,6	10,1	<b>44,5</b>
Aceite de soja	Puertos Holanda (fob)	U\$S/TM	44,3	41,3	33,2	9,2	<b>12,7</b>
Aceite de girasol	Puertos Holanda (fob)	U\$S/TM		1,7	3,7	-7,7	<b>0,0</b>
<b>Bebidas</b>							
Café	Prom.El Salvador, Guatemala y México. New York.	U\$S cents/LB	15,8	6,6	7,0	18,5	<b>-4,5</b>
<b>Cultivos Industriales</b>							
Algodón	Índice Liverpool (cif)	U\$S cents/LB	32,3	37,9	41,8	28,4	<b>42,3</b>
Lana Fina	Australia - Nueva Zelandia - U.K.	U\$S cents/Kg	61,7	26,4	15,1	13,3	<b>-13,6</b>
Tabaco	USA. Tabaco no procesado	U\$S/TM	-5,1	-0,3	0,8	0,3	<b>0,0</b>
Carne Vacuna	Australia - Nueva Zelandia - Puertos U.S.A.	U\$S cents/LB		-6,7	-7,1	-5,3	<b>25,0</b>
Azúcar	Promedio Nueva York - Londres	U\$S cents/LB	2,8	27,0	30,2	10,0	<b>-15,1</b>
<b>Metales y minerales</b>							
Cobre	U.K - Puertos Europeos (cif)	U\$S cents/LB	8,7	7,0	8,2	12,9	<b>29,6</b>
Aluminio	Puertos U.K. (cif)	U\$S/TM	2,4	1,0	1,8	9,7	<b>12,0</b>
Mineral de hierro	Brasil Puertos Nordeste (fob)	U\$S/TM	-3,3	-3,3	-3,3	10,3	<b>10,3</b>
Níquel	U.K Puertos N.O. Europeo (cif)	U\$S/TM	39,7	34,0	20,3	37,2	<b>74,7</b>
<b>Combustibles</b>							
Petróleo Crudo	Promedio U.K. Brent, Dubai, WTI	U\$S/barril	38,4	49,5	5,0	5,6	<b>10,1</b>
Gas Natural	Gas natural Ruso. Alemania.	U\$S/ 1000 M3	-13,7	12,9	39,7	43,0	<b>29,0</b>

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



te también en niveles altos (más de U\$S 600 por tonelada). Este producto, menos importante para el comercio mundial, representa en Argentina cerca del 10% de los ingresos por exportaciones de productos primarios.

El precio de la carne vacuna en los mercados internacionales durante el cuarto trimestre de 2003 dio un salto del 25% anual, hasta valores cercanos a U\$S 2.300 por tonelada métrica. En nuestro país la reapertura de los embarques a Europa y Chile, junto con la depreciación del peso, habían provocado una recuperación del precio mayorista doméstico del 150% en 2002, si bien se redujo la oferta por la mayor rentabilidad de la agricultura. En 2003 el consumo interno se recuperó, y así se redujo la diferencia entre el precio internacional y el precio mayorista doméstico.

De las restantes materias primas agrícolas, durante el cuarto trimestre de 2003 el café retrocedió 4,5% anual, pero sólo para volver a sus bajos niveles de 2001, prácticamente dos tercios menores a los de 1997. Debido a las cosechas récord de Brasil y Vietnam, este cultivo se ubica en valores mínimos en 4 décadas. Por el contrario, el algodón aumentó 42,3% anual (en 2003 Argentina tuvo que importarlo de Brasil ante la caída de la producción interna). La lana fina, de particular importancia en las provincias de la Patagonia Sur, perdió 13,6%, si bien en todo 2003 creció 9% sobre 2002 debido a la merma de la producción en Oceanía. El azúcar cayó 15,1% anual, y retomó a niveles históricamente muy bajos (unos 14 centavos de dólar el kilogramo en el mercado libre), prácticamente la mitad que en 1996.

Los precios de los metales reaccionaron con un alza de 24% anual promedio en el cuarto trimestre de 2003. En ese período el cobre avanzó 29,6% anual, mientras que el aluminio sumó incrementos menores (12%). Este metal, de creciente demanda mundial, se mantuvo durante 2003 en niveles de U\$S 1.430

por tonelada métrica, y junto con el acero, se transformaron en el principal ítem exportado dentro de las MOI. Recientemente el aluminio volvió a subir, hasta sus mejores niveles en 5 años. Por su parte, el valor del mineral de hierro aumentó 10,3% en el cuarto trimestre, debido a la mayor demanda mundial de acero, mientras que el níquel escaló un impresionante 74,7% anual, y registró un récord para la última década.

El precio promedio del petróleo subió 10,1% anual en el cuarto trimestre de 2003, y también aumentó levemente con respecto al tercero. La difícil situación de Estados Unidos en Irak más una demanda mundial sostenida por la reactivación mundial y el invierno del hemisferio Norte, lo hicieron superar cotas de U\$S 35 por barril en Marzo de 2004. Por último, el precio del gas natural aumentó 29% anual en el cuarto trimestre de 2003, acompañando con cierto atraso la tendencia del precio del petróleo. Se ubicó así dentro de los valores más altos de la última década, si bien resultaron similares a los del trimestre inmediato anterior.

## VIII. Índices de Precios del Comercio Exterior

De acuerdo con las cifras del INDEC, en el cuarto trimestre de 2003 los precios promedio de las exportaciones de bienes aumentaron 5,2% anual, mientras que los de las importaciones subieron 3,9%. En la comparación con el tercer trimestre las variaciones respectivas fueron de 3,4% para las exportaciones y de 1,4% para las importaciones, en ambos casos positivas. Cabe destacar que, en términos absolutos, los precios actuales de las exportaciones apenas se acercan al promedio de la última década, mientras que los de las importaciones son comparativamente bajos. En el Gráfico 4.15 se percibe claramente cómo se ha ido ampliando la brecha entre ambos precios en el último año y medio (Cuadro 4.10 y Gráfico 4.15).

## PRECIOS

### CUADRO 4.10

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

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

Período	Índice de Precios de Exportación	Var. (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
2002 (*)	91,0	-3,9	86,7	-3,6	105,0	-0,4
<b>2003 (*)</b>	<b>98,7</b>	<b>8,5</b>	<b>87,1</b>	<b>0,5</b>	<b>113,3</b>	<b>8,0</b>
<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	89,8	-3,1	98,4	-7,5
II trim. (*)	87,8	-6,4	86,9	-4,3	101,0	-2,2
III trim. (*)	92,4	-3,4	86,3	-2,2	107,1	-1,3
IV trim. (*)	95,8	5,2	84,4	-2,5	113,5	7,9
<b>2003</b>						
I trim. (*)	100,8	14,0	86,0	-4,2	117,2	19,1
II trim. (*)	96,4	9,8	87,7	0,9	109,9	8,8
III trim. (*)	97,5	5,5	86,5	0,2	112,7	5,3
<b>IV trim. (*)</b>	<b>100,8</b>	<b>5,2</b>	<b>87,7</b>	<b>3,9</b>	<b>114,9</b>	<b>1,3</b>

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

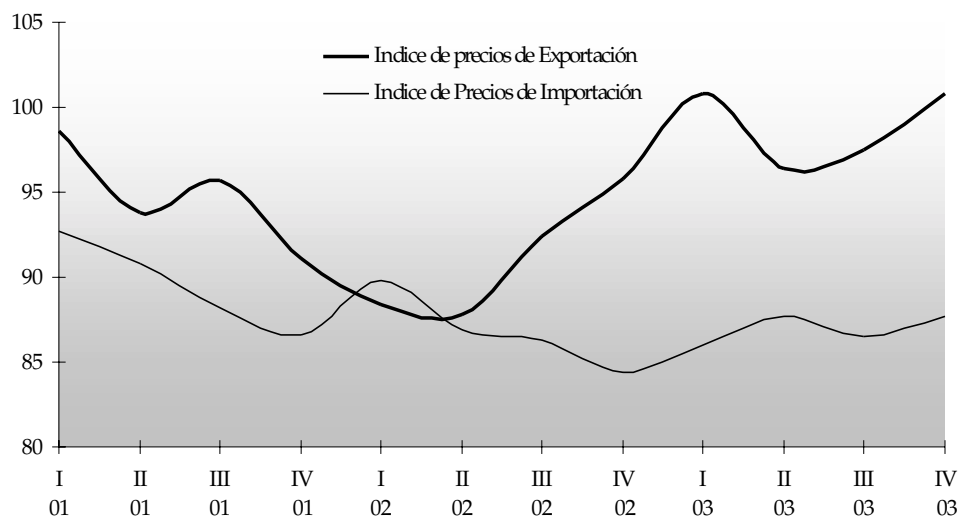
(\*) Cifras provisionarias.

Fuente: INDEC.

En el Cuadro A4.11 del Apéndice Estadístico se presenta el índice de precios de las exportaciones desagregado por grupo de productos. En el cuarto trimestre de 2003 los precios de los productos primarios aumentaron marcadamente en términos anuales (11,9%), mostrando también una tendencia firmemente positiva frente al trimestre inmediato anterior. Estos precios se recuperaron así desde sus mínimos de principios de 2002, si bien están aún debajo de los máximos del bienio 1996-1997. Las manufacturas de origen agropecuario mostraron igualmente una fuerte recuperación anual del 15,5%, y un significativo avance frente al período inmediato anterior. Se ubicaron no obstante en niveles relativos inferiores a los de los productos

primarios, hecho relevante puesto que conforman el principal rubro de las exportaciones. Los precios de las manufacturas industriales perdieron 3,4% anual en el cuarto trimestre de 2003, y descendieron mínimamente frente a los niveles del trimestre inmediato anterior. A diferencia de las manufacturas agropecuarias (que se recobraron), las MOI tocaron durante 2003 el menor precio promedio de la última década, pero parecen haber encontrado su piso. Finalmente, los combustibles y otros derivados del petróleo ganaron 2,6% anual en el cuarto trimestre, y además subieron 3,7% frente al tercero. Este grupo muestra una tendencia positiva desde fines de 2001, y sus precios se ubican en niveles superiores a los de los restantes rubros. Ade-

**GRAFICO 4.15**  
**Indices de precios del Comercio Exterior**  
*Evolución trimestral - Base 1993 = 100*



más, registró el mayor crecimiento de volúmenes exportados durante la última década.

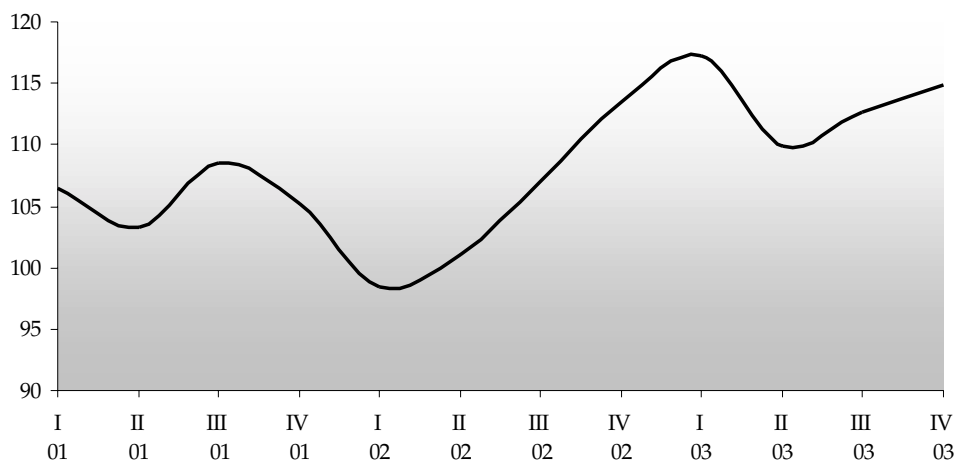
En el Cuadro A4.12 se presenta un cuadro similar al anterior, pero en este caso correspondiente a las importaciones de bienes. Los precios de los Bienes de Capital volvieron a caer en el cuarto trimestre de 2003 (tendencia que se remonta al año 1996), habiendo perdido 1,8% anual. Sin embargo, se recuperaron frente al trimestre anterior. Los Bienes Intermedios, que también han caído desde 1996, revirtieron la tendencia y subieron 4,8% en términos anuales, aunque disminuyeron frente al tercer trimestre del año. En este grupo también se habían observado durante 2002 los menores precios de la década, casi un 18% inferiores a los del año base 1993. Los precios de los Combustibles y lubricantes importados, por el contrario, avanzaron 9,7% en el cuarto trimestre de 2003, ubicándose en niveles altos, similares a los combustibles exportados. Los precios de las Piezas y accesorios para bienes de capital cayeron 3,6% anual, situándose en niveles relativos superiores a los de los propios Bienes de Capital. Por último, los precios de los Bienes de Consumo se recuperaron con mucha fuerza en el cuarto trimestre de 2003

(16,6% anual), con tendencia también positiva frente al tercero. Constituyen tradicionalmente el grupo con menor volatilidad de precios, si bien a principios de 2003 tocaron sus valores mínimos desde 1990. Tal caída probablemente estuvo relacionada con la fuerte depreciación del peso, que obligó a los productores extranjeros a resignar márgenes de comercialización, y con cambios en la composición de la canasta, hacia productos con menor valor unitario. En términos generales, la fuerte baja del dólar contra el euro (-16% promedio entre 2002 y 2003) no se ha reflejado aún en una suba comparable de los precios internacionales expresados en dólares.

## IX. Índice de Términos del Intercambio

De acuerdo con las cifras indicadas en el punto anterior, en el cuarto trimestre de 2003 los términos del intercambio (relación entre los precios de las exportaciones y los de las importaciones) subieron 1,3% en términos anuales, y también avanzaron 2% con relación al trimestre inmediato anterior. Para todo el año 2003 la mejora fue del orden del 8% frente al promedio ya de

**GRAFICO 4.16**  
**Indice de términos del intercambio**  
*Base 1993 = 100*



por sí bueno de 2002. De esta forma, el indicador registró niveles históricamente muy altos, que significaron un récord para los últimos 20 años (Gráfico 4.16).

En el Cuadro 4.11 se presentan las estimaciones del INDEC del poder de compra de las exportaciones y la resultante ganancia (o pérdida) del intercambio externo. En 2003 las exportaciones de mercaderías declaradas alcanzaron un valor de U\$S 29.736 millones medidas a los precios de 1993. El poder de compra de esas

ventas representó, a los precios de 2003, una ganancia resultante del intercambio de U\$S 3.955 millones frente a los precios del año base, debido a que los términos del intercambio actuales superaron ampliamente a los de entonces. Si esas exportaciones se cotejan con respecto a los precios prevalecientes en 2002 (una comparación que resulta económicamente más relevante), la diferencia sigue siendo muy importante (U\$S 2.542 millones), ya que los términos del intercambio fueron más bajos en promedio en 2002, pese a la recuperación que hubo en la segunda mitad.

**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-I)
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	28.028,2	105,3	29.513,7	1.485,5	-154,1
2002 (*)	28.252,1	105,0	29.664,7	1.412,6	-72,9
2003 (*)	29.736,0	113,3	33.690,9	3.954,9	2.542,3

(\*) Cifras provisionarias.

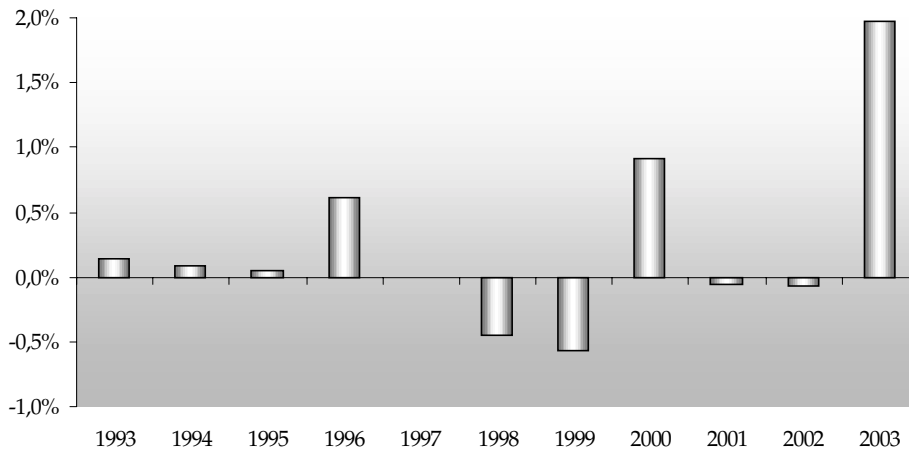
Fuente: INDEC.

La evolución positiva de los precios externos durante 2003 permitió así contar con un beneficio extraordinario (ya sea como un ingreso extra de los exportadores o que fue percibido directamente por el Estado a través de las retenciones), que tuvo un efecto doble. No sólo se registraron los mejores términos del intercambio en casi dos décadas, sino que se obtuvieron en un contexto macroeconómico de tipo de cambio real competitivo, resultando ahora su impacto mucho mayor que el que habría tenido durante la década del '90. Analizando este efecto en términos del producto (siempre en relación al año inmediato anterior), el resultado directo obtenido en 2003 representa aproximadamente un 2% del PIB corriente, y es por gran diferencia un nivel récord para la última década (Grá-

fico 4.17).

En el Gráfico 4.17 se observa que el mejor resultado logrado anteriormente correspondió al año 2000, que fue sin embargo menos de la mitad del de 2003. En términos macroeconómicos, es posible a la vez estimar el efecto indirecto que esta mejora provoca, al inducir un mayor gasto de consumo e inversión. El mecanismo con que el efecto indirecto opera es similar al del multiplicador keynesiano de la inversión. Aún suponiendo que parte de este ingreso extra se ahorrase o se constituyeran activos externos, y otra parte se gastara en consumo importado, el multiplicador de la parte que se gasta en bienes de producción doméstica superaría por mucho, en el mediano plazo, el resultado directo inicial.

**GRAFICO 4.17**  
**Efecto de los Términos del Intercambio**  
*Sobre PIB corriente (%)*



## Sector Externo

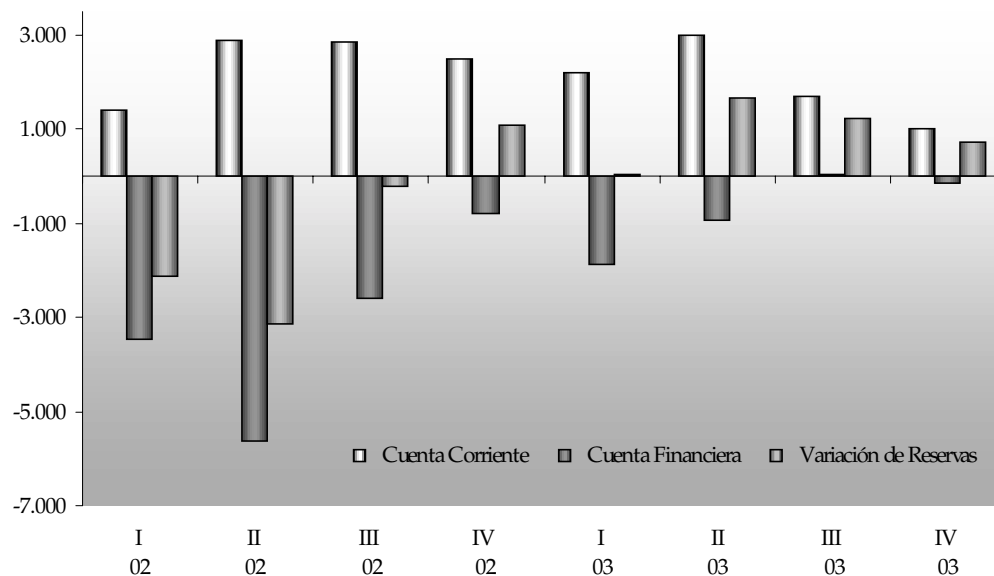
### I. Principales aspectos del balance de pagos del cuarto trimestre de 2003<sup>1, 2</sup>

En el trimestre se registró un superávit en cuenta corriente por U\$S 1.026 millones, contra un superávit por U\$S 2.498 millones de igual período del año anterior. Su menor magnitud se originó en el aumento de las importaciones, no compensado por las mayores exportaciones, y el mayor déficit de la cuenta rentas de la inversión. Ambos factores respondieron al crecimiento del nivel de actividad. La cuenta financiera registró un egreso neto de U\$S 111 millones, U\$S 699 millones menos

que en igual período del año anterior, debido a la importante reducción en la salida de capital del sector privado no financiero. A fines de diciembre de 2003 las reservas internacionales del BCRA sumaron U\$S 14.119 millones, con un aumento de U\$S 714 millones respecto de fin de septiembre.

En el año el superávit en cuenta corriente fue de U\$S 7.941 millones, en relación con uno de U\$S 9.627 millones en 2002. La evolución de este resultado respondió, en general, a los mismos determinantes detallados para el trimestre. El egreso neto de la cuenta financiera fue de U\$S 2.955 millones, en tanto que el egreso neto acumulado del año anterior había sido de U\$S 12.491 millones. La fuerte caída de la salida de capital

**GRAFICO 5.1**  
Balance de Pagos trimestral, años 2002 y 2003  
En millones de US\$



<sup>1</sup> En este trimestre se incorporó al rubro transferencias corrientes del balance de pagos la estimación del crédito de remesas de trabajadores (U\$S 235 millones para 2003) y se revisó el conjunto de las operaciones relacionadas con la Entidad Binacional Yacyretá.

<sup>2</sup> Las estimaciones del sector privado no financiero se basan en flujos incompletos de información, y serán revisadas oportunamente. Además cabe destacar que, en los cuadros del balance de pagos, los vencimientos impagos cuya contrapartida se encuentra en atrasos se incluyen en amortizaciones.

## SECTOR EXTERNO

### CUADRO 5.1

#### Estimación del Balance de Pagos - Cuadro Resumen (1)

En millones de dólares

	Año 2002					Año 2003				
	I	II	III	IV	Total	I	II	III	IV	Total
<b>Cuenta corriente</b>	1.405	2.870	2.853	2.498	<b>9.627</b>	2.197	3.011	1.708	1.026	<b>7.941</b>
<b>Mercancías</b>	3.761	4.765	4.600	4.111	<b>17.236</b>	4.181	4.939	3.976	3.197	<b>16.292</b>
Exportaciones fob	5.711	6.794	6.759	6.446	<b>25.709</b>	6.548	8.087	7.491	7.250	<b>29.375</b>
Importaciones fob	1.950	2.029	2.159	2.335	<b>8.473</b>	2.367	3.149	3.515	4.053	<b>13.083</b>
<b>Servicios</b>	-610	-424	-379	-274	<b>-1.688</b>	-436	-359	-424	-327	<b>-1.546</b>
Exportaciones de servicios	790	643	704	838	<b>2.974</b>	956	841	937	1.120	<b>3.855</b>
Importaciones de servicios	1.400	1.067	1.083	1.112	<b>4.662</b>	1.392	1.201	1.362	1.447	<b>5.402</b>
<b>Rentas</b>	-1.851	-1.599	-1.499	-1.549	<b>-6.498</b>	-1.683	-1.737	-1.992	-2.013	<b>-7.425</b>
Renta de la inversión	-1.848	-1.595	-1.496	-1.546	<b>-6.485</b>	-1.681	-1.733	-1.989	-2.011	<b>-7.414</b>
Intereses	-1.906	-1.715	-1.791	-1.764	<b>-7.176</b>	-1.715	-1.734	-1.730	-1.672	<b>-6.851</b>
Ganados	707	708	681	683	<b>2.778</b>	670	664	661	721	<b>2.715</b>
Pagados	2.613	2.423	2.472	2.447	<b>9.954</b>	2.384	2.398	2.391	2.393	<b>9.566</b>
Utilidades y Dividendos	58	120	295	218	<b>691</b>	34	1	-259	-339	<b>-563</b>
Ganados	116	83	108	43	<b>350</b>	164	115	83	97	<b>458</b>
Pagados	59	-37	-187	-175	<b>-341</b>	130	114	343	435	<b>1.021</b>
Otras Rentas	-3	-4	-3	-3	<b>-13</b>	-3	-3	-3	-2	<b>-11</b>
<b>Transferencias corrientes</b>	106	128	132	211	<b>576</b>	135	168	149	169	<b>620</b>
<b>Cuenta capital y financiera</b>	-3.446	-5.610	-2.586	-810	<b>-12.453</b>	-1.867	-955	38	-107	<b>-2.891</b>
<b>Cuenta capital</b>	3	17	19	0	<b>39</b>	24	1	36	4	<b>64</b>
Activos no financieros no producidos	3	17	19	0	<b>39</b>	24	1	36	4	<b>64</b>
<b>Cuenta financiera</b>	-3.449	-5.627	-2.605	-810	<b>-12.491</b>	-1.891	-956	2	-111	<b>-2.955</b>
<b>Sector Bancario</b>	-1.128	27	-898	-581	<b>-2.580</b>	-391	-940	-462	-947	<b>-2.740</b>
BCRA	-969	-523	-184	-132	<b>-1.808</b>	-94	-213	-40	-521	<b>-868</b>
Otras entidades financieras	-159	550	-714	-449	<b>-772</b>	-297	-727	-422	-426	<b>-1.872</b>
<b>Sector Público no Financiero</b>	1.495	18	850	845	<b>3.208</b>	656	896	1.840	892	<b>4.285</b>
Gobierno Nacional	1.475	38	819	873	<b>3.205</b>	661	914	1.823	857	<b>4.255</b>
Gobiernos Locales	78	68	83	76	<b>305</b>	64	65	75	89	<b>294</b>
Empresas y otros	-58	-89	-52	-103	<b>-302</b>	-70	-83	-59	-53	<b>-265</b>
<b>Sector Privado No Financiero</b>	-3.817	-5.672	-2.557	-1.074	<b>-13.120</b>	-2.156	-913	-1.375	-56	<b>-4.500</b>
<b>Errores y Omisiones Netos</b>	-146	-387	-483	-674	<b>-1.690</b>	-260	-404	-510	-295	<b>-1.469</b>
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	-2.187	-3.128	-215	1.014	<b>-4.516</b>	70	1.651	1.236	624	<b>3.581</b>
Reservas Internacionales del BCRA	-2.133	-3.150	-226	1.072	<b>-4.437</b>	41	1.666	1.222	714	<b>3.643</b>
Ajuste por tipo de pase	54	-22	-11	58	<b>79</b>	-29	15	-14	90	<b>62</b>
<b>ITEM DE MEMORANDUM</b>										
Importaciones CIF	2.071	2.157	2.292	2.470	<b>8.990</b>	2.500	3.328	3.705	4.281	<b>13.813</b>

(1) Cifras provisionarias.

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

respondió a la evolución del sector privado no financiero y, en segundo término, a menores pagos a organismos internacionales del sector público. Las reservas internacionales aumentaron U\$S 3.643 millones en comparación con la caída de U\$S 4.437 millones acumulada a lo largo de 2002.

Las exportaciones del cuarto trimestre fueron 12% superiores a las correspondientes a igual trimestre del año anterior, y en el año aumentaron 14%. Del aumento anual, 9 puntos correspondieron a aumentos de precios y 5 puntos a aumentos de

cantidades. Los rubros del complejo oleaginoso y de combustibles y energía explicaron 75% del aumento anual de las exportaciones.

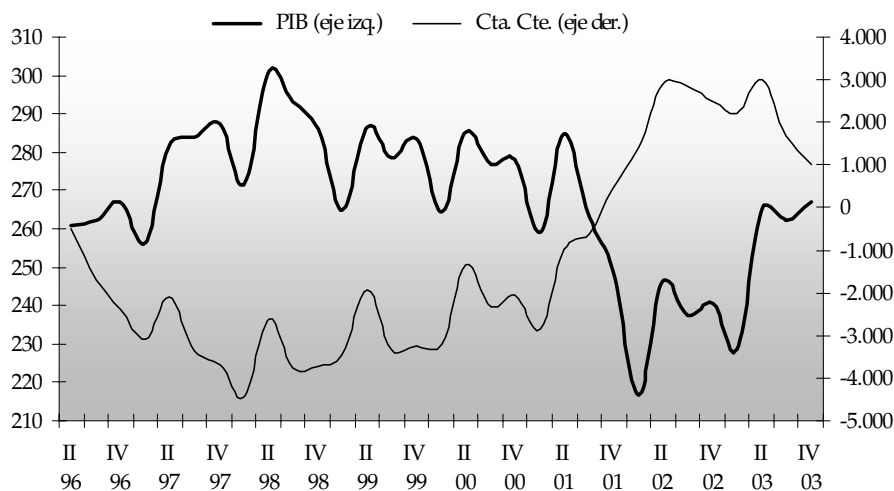
Las importaciones aumentaron 74% en el trimestre y 54% en el año. En el año aumentaron todos los rubros, destacándose bienes intermedios y bienes de capital.

El 47% del incremento anual de las importaciones provino del MERCOSUR, que abasteció el 37% de las compras externas

**GRAFICO 5.2**

Nivel de actividad y cuenta corriente

PIB en miles de millones de \$ de 1993 y Cuenta Corriente en millones de US\$



argentinas totales. Las importaciones de bienes intermedios y bienes de capital provenientes del Mercosur superaron durante 2003 a las provenientes del NAFTA y de la Unión Europea tomados individualmente. Entre los bienes de capital que se importaron de Brasil se destacan camiones y maquinaria agrícola. El fuerte aumento de las importaciones de bienes provenientes de dicho mercado es consecuencia del aumento del PBI

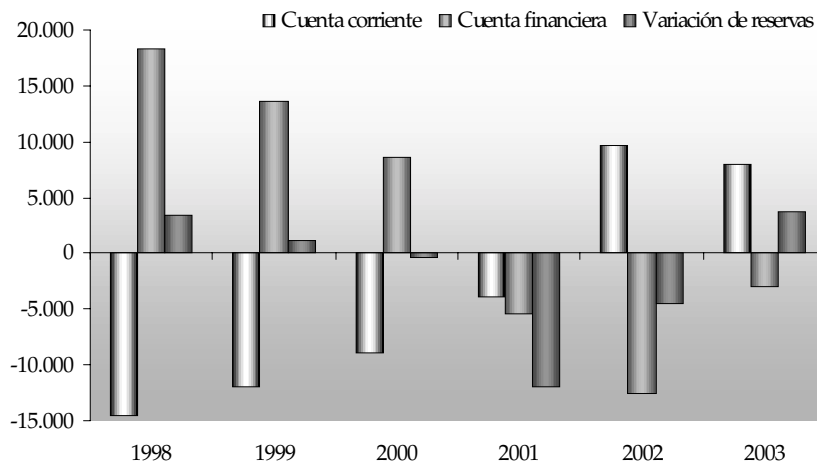
(factor que comparte con los otros mercados) y de la depreciación del real respecto de las principales monedas.

Se estimó un egreso neto por servicios para el trimestre de US\$ 327 millones, comparado con egresos por US\$ 274 millones en igual período del año anterior. El mayor déficit se explica principalmente por el aumento de los egresos de fletes impulsados

**GRAFICO 5.3**

Balace de Pagos anual 1998 - 2003

En millones de US\$





**CUADRO 5.2**  
Aumento de las exportaciones en el año 2003

	Millones de US\$	Participación en el aumento
Semillas y frutos oleaginosos	692	19%
Grasas y aceites	732	20%
Residuos y desperdicios de la industria alimenticia	700	19%
Combustibles y energía	609	17%
<b>Acumulado 4 rubros</b>	<b>2.733</b>	<b>75%</b>
<b>Total del aumento de las exportaciones</b>	<b>3.666</b>	<b>100%</b>

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

por las mayores importaciones y por los mayores egresos en concepto de reaseguros.

En el año el déficit de servicios se redujo en U\$S 142 millones por el menor desequilibrio registrado en la cuenta viajes (originado en el mayor aumento de los ingresos). Cabe destacar que en el cuarto trimestre se estimó un superávit de esta cuenta, el primero desde la década del ochenta.

Para el trimestre se estimaron egresos netos por U\$S 2.011 millones en la cuenta rentas de la inversión, con un aumento interanual del egreso de U\$S 465 millones, en tanto que en el año la salida neta fue de U\$S 7.414 millones con un aumento de

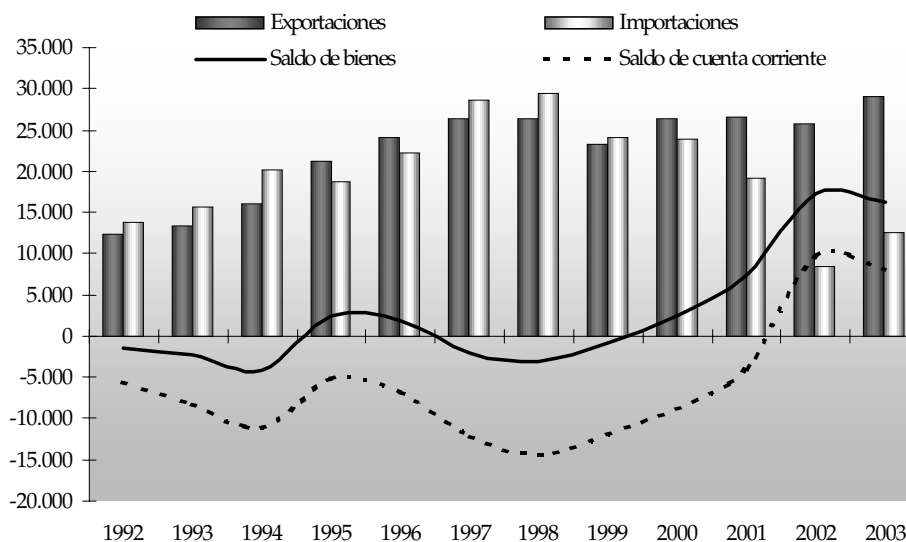
U\$S 929 millones. Tanto a nivel trimestral como a nivel anual el componente dinámico fue utilidades y dividendos de las empresas de inversión extranjera directa por el mayor nivel de actividad.

El egreso neto de la cuenta financiera en el trimestre se estimó en U\$S 111 millones. Es el resultado de egresos netos por U\$S 426 millones del sector financiero sin BCRA, egresos netos por U\$S 56 millones del sector privado no financiero e ingresos netos por U\$S 371 millones del sector público no financiero y BCRA.

En el año el egreso neto de la cuenta financiera se estimó en U\$S 2.955 millones, con egresos netos del sector privado no financiero por U\$S 4.500 millones, egresos del sector financiero sin BCRA por U\$S 1.872 millones e ingresos netos del sector público no financiero por U\$S 3.417 millones.

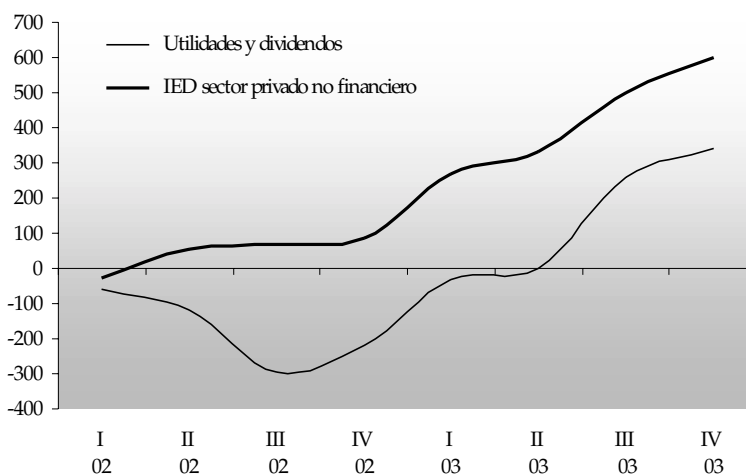
Los resultados de la cuenta financiera del sector público no financiero y BCRA respondieron, tanto para el trimestre como para el año, básicamente a los pagos netos de capital a organis-

**GRAFICO 5.4**  
Cuenta comercial y saldo de cuenta corriente  
En millones de US\$



## SECTOR EXTERNO

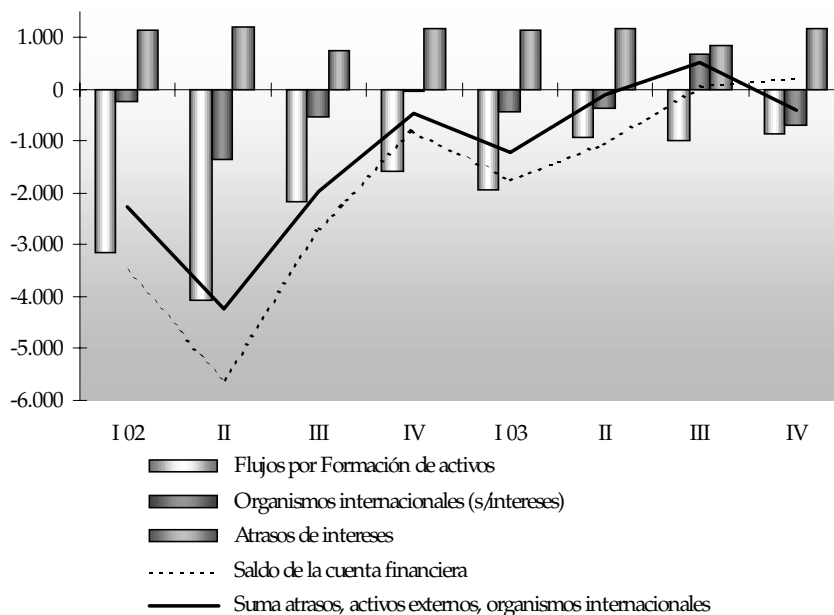
**GRAFICO 5.5**  
Egreso neto de la cuenta Utilidades y dividendos y  
débito de IED del sector privado no financiero  
*En millones de US\$*



mos internacionales, y a los atrasos de intereses del sector, que en la cuenta financiera se registran como un ingreso de financiamiento. Los atrasos de capital e intereses sumaron en el trimestre U\$S 4.521 millones y acumularon desde fines de 2001 U\$S 18.258 millones.

En el caso del sector privado no financiero, el saldo trimestral cercano a cero fue el resultado de menor constitución de activos, del aumento del endeudamiento por crédito comercial e ingresos por flujos de inversión directa. En el año la

**GRAFICO 5.6**  
Cuenta Financiera y sus principales determinantes  
*En millones de US\$*



**CUADRO 5.3**  
Composición del financiamiento  
En millones de dólares

	1999	2000	2001	2002	I 03	II 03	III 03	IV 03	2003
<b>Usos</b>	20.144	11.086	8.939	8.836	2.531	3.020	1.169	2.032	8.752
<b>Déficit de cuenta corriente</b>	11.960	8.984	3.906	0	0	0	0	0	0
<b>Aumento de reservas internacionales del BCRA</b>	1.201	0	0	0	70	1.651	1.236	624	3.581
<b>Formación de activos</b>	6.983	2.102	5.033	8.836	2.461	1.368	-67	1.408	5.171
Sector Público no Financiero (1)	1.498	-2.178	-592	-675	-59	29	73	108	151
Sector Financiero	-1	1.259	-7.241	-1.006	461	201	-1.271	245	-364
Sector Privado no Financiero	5.486	3.021	12.865	10.517	2.059	1.139	1.131	1.055	5.383
<b>Fuentes</b>	20.143	11.086	8.938	8.836	2.531	3.020	1.170	2.032	8.752
<b>Superávit de cuenta corriente</b>	0	0	0	9.627	2.197	3.011	1.708	1.026	7.941
<b>Disminución de reservas internacionales del BCRA</b>	0	439	12.083	4.516	0	0	0	0	0
<b>Cuenta capital</b>	86	106	101	39	24	1	36	4	64
<b>Cuenta financiera</b>	20.605	10.733	-369	-3.655	570	413	-64	1.298	2.216
Sector público no financiero y BCRA (2)	11350	6842	6889	732	503	712	1874	479	3.569
- Endeudamiento neto	7158	6810	6864	732	503	712	1874	479	3.569
que incluyen atrasos por	0	0	0	7780	1936	2581	1437	4520	10.474
- Privatizaciones	4192	32	25	0	0	0	0	0	0
Sector privado no financiero (2)	6921	3771	-2255	-2851	-97	136	-245	1399	1.193
- Endeudamiento neto	608	409	-1916	-3086	-648	409	-302	537	-4
que incluyen atrasos por	0	0	0	3654	434	464	706	421	2.026
- IED + Inv. Cartera en Acciones	8396	6768	2298	613	379	-442	-9	278	206
- Operaciones en el mercado secundario (3) (4)	-2083	-3407	-2637	-378	172	170	65	584	992
Sector Financiero (2)	2334	120	-5002	-1536	164	-436	-1693	-581	-2.546
<b>Errores y omisiones</b>	-548	-192	-2877	-1690	-260	-404	-510	-295	-1.469

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

(2) No incluye formación de activos

(3) Compra de títulos públicos de la deuda externa por parte del sector privado no financiero en el mercado secundario.

(4) Incluye operaciones del sector financiero

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

fuerte reducción de la salida de capital se debió a la menor formación de activos externos por U\$S 6.301 millones (sin inversión directa) y a la reversión del signo del flujo de los pasivos por alrededor de U\$S 3.500 millones.

La formación de activos externos es el factor predominante en la evolución de los flujos del sector privado no financiero. Por el lado del sector público el saldo se compone principalmente del flujo neto de capital con organismos internacionales y de acumulación de atrasos de intereses (asiento de contrapartida del débito incorporado en la cuenta corriente). De modo que el saldo de estas tres cuentas durante 2002 y 2003 determinó en buena medida no sólo las variaciones de

la cuenta financiera completa, sino también la magnitud de sus saldos.

El egreso neto del trimestre del sector financiero sin BCRA fue explicado por cancelaciones netas de líneas de crédito y de obligaciones negociables y por constitución de activos externos líquidos.

Tanto en el trimestre como en el año la principal fuente de financiamiento en el balance de pagos fue el superávit en cuenta corriente. Los atrasos también jugaron un papel en este sentido, como fuente extraordinaria. Por el lado de los usos de fondos se destacaron la acumulación de activos externos, tan-

to de reservas internacionales del BCRA como del sector privado.

## II. La cuenta corriente

### II.1 El balance de bienes

Las exportaciones del cuarto trimestre de 2003 sumaron U\$S 7.250 millones, 12% más que en igual período de 2002, mientras que las importaciones FOB totalizaron U\$S 4.053 millones, lo que representó un incremento de 74% con respecto al valor del cuarto trimestre del año anterior.

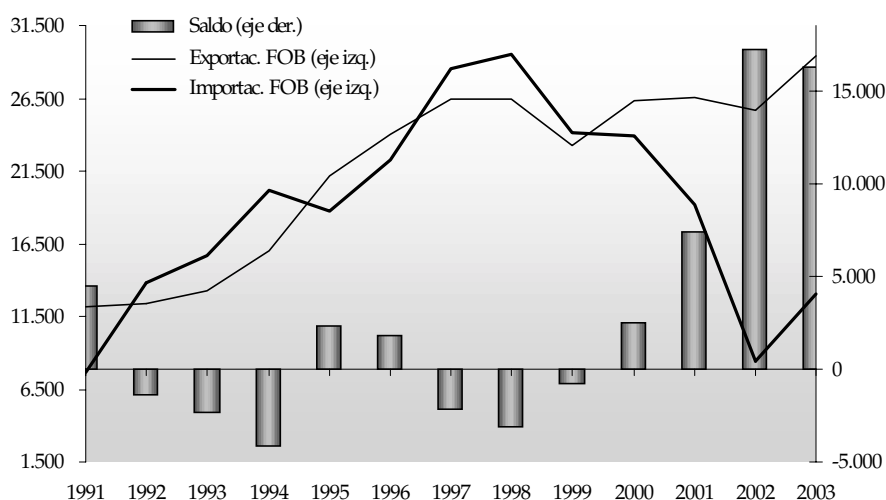
En el año 2003 el valor de las exportaciones de bienes alcanzó a U\$S 29.375 millones, un aumento de 14% respecto al año anterior, originado en la suba de los precios de exportación (fundamentalmente petróleo y commodities agropecuarias) y en el aumento de las cantidades exportadas del complejo sojero. Las importaciones FOB totalizaron U\$S 13.083 millones, 54% más que en 2002, debido principalmente a la reactivación de la economía, a lo que se sumó un tipo de cambio real decreciente.

El saldo del balance comercial fue superavitario en U\$S 16.292 millones, 5% menos que el año anterior.

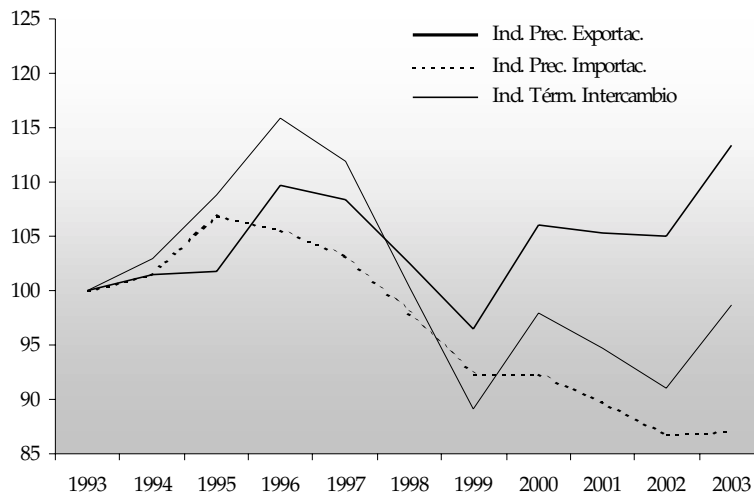
El índice de los términos del intercambio resultó en el cuarto trimestre 1% superior al de igual período de 2002 debido al aumento de 5% del índice de precios de exportación (afectado básicamente por el alza en el precio de los commodities) compensado parcialmente por el aumento del índice de precios de las importaciones (4%).

Para el total del año el índice de los términos del intercambio sufrió un incremento de 8% respecto del nivel alcanzado en 2002, ubicándose en el nivel más alto de la serie disponible, que se inicia en 1986. El aumento verificado en el año 2003 se debió exclusivamente al aumento del índice de precios de los productos de exportación (8,5%). Excepto las manufacturas de origen industrial (MOI), todos los rubros de exportación experimentaron incrementos importantes en sus precios. El índice de precios de los productos primarios (PP) subió 15% impulsado por los aumentos en pescados y mariscos sin elaborar (43%), cereales y semillas oleaginosas (15%) y frutas frescas (11%), en tanto que el de las manufacturas de origen agrope-

**GRAFICO 5.7**  
Evolución del comercio exterior  
En millones de US\$



**GRAFICO 5.8**  
**Indice de Términos del Intercambio**  
*Base 1993=100*



cuario (MOA) se incrementó 12% por causa de los incrementos en grasas y aceites (20%), carnes (13%) y residuos y desperdicios de la industria alimenticia (9%). Los combustibles y energía (CyE) verificaron un aumento de precios de 15% debido principalmente a la suba del precio del petróleo crudo (18%) y en menor medida al de los combustibles elaborados (12%). El precio de las MOI por su parte se redujo 2%, influenciado básicamente por la baja en los precios de los productos químicos (10%). En cuanto a las importaciones, los precios prácticamente no registraron variación, ya que los aumentos verificados en combustibles, bienes intermedios y bienes de consumo fueron compensados por las bajas en bienes de capital y sus partes y piezas.

### Exportaciones

Las exportaciones durante el año 2003 totalizaron U\$S 29.375 millones siendo casi 14% superiores a las del año anterior. Este aumento se debió principalmente a los mayores precios de exportación (9%), mientras que las cantidades se vieron acrecentadas en 5%. Alrededor de 75% del aumento de las exportacio-

nes del año se debió a la evolución de los complejos oleaginoso y energético. Para ambos sectores se verificaron aumentos de precios, acompañados en el caso del complejo oleaginoso por una fuerte suba en las cantidades.

Durante el año 2003 creció la importancia de las MOA y los PP en el total de las exportaciones argentinas a costa de las MOI que perdieron 4 puntos de participación. Las MOA representaron en 2003 un tercio de las exportaciones, mientras que las MOI sumaron 26%, los PP 22% y los combustibles 18% del total.

El principal aumento en las ventas externas se verificó con el Resto (países no incluidos en el Mercosur, UE o Nafta), con un incremento de 25% (U\$S 2.787 millones) respecto del año 2002. En menor medida, se vieron incrementadas las exportaciones a la UE y al Nafta (U\$S 698 millones y U\$S 337 millones respectivamente), mientras que las ventas dirigidas al Mercosur registraron una merma de U\$S 157 millones con respecto al año anterior.

## SECTOR EXTERNO

### CUADRO 5.4

Causas de variación de los rubros de exportación  
Comparación año 2003 con respecto a año 2002

	Variación en millones de US\$	Causa	Destinos que cambiaron (*)
<b>Productos Primarios</b>	<b>1.173</b>		
Pescados y mariscos sin elaborar	139	Mayores precios.	UE
Miel	45	Gran incremento en los precios.	UE
Frutas frescas	79	Aumento en las cantidades exportadas y en los precios, principalmente cítricos y manzanas.	UE y Resto
Cereales	177	Incremento en los precios de exportación y en las cantidades de maíz	Mercosur
Semillas y Frutos Oleaginosos	692	Fuerte incremento de las cantidades exportadas de soja por mayor cosecha, acompañado de un importante aumento en los precios.	Resto
Otros	40		
<b>Manufacturas Origen Agropecuario</b>	<b>1.813</b>		
Carnes	156	Mayores cantidades por recuperación de mercados perdidos por la aftosa y aumento de	Resto
Grasas y Aceites	732	Incremento en cantidades y principalmente mayor precio internacional.	Resto
Residuos y desperdicios de la ind. Alimenticia	700	Aumento de saldos exportables de subproductos de soja y en menor medida mejores precios.	Resto y UE
Resto MOA	123	Mayores ventas de premezclas y productos	Mercosur y Resto
Otros	102		
<b>Manufacturas de Origen Industrial</b>	<b>72</b>		
Material de Transporte	-178	Menor demanda brasileña.	Mercosur
Máq. y Aparatos, Material Eléctrico	-81	Caída en las cantidades exportadas.	Resto
Productos químicos y conexos	208	Aumento de cantidades exportadas.	Mercosur y Nafta
Otros	123		
<b>Combustibles y Energía</b>	<b>609</b>		
Carburantes	331	Aumento de precios y cantidades.	Resto, Mercosur y Nafta
Gas de petróleo y demás hidrocarburos gaseosos	215	Aumento de precios y cantidades.	Resto y Mercosur
Otros	62		
<b>TOTAL</b>	<b>3.666</b>		

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

Fuente: INDEC

### Exportaciones por tipo de bien

Las ventas externas de productos primarios (PP) aumentaron 22% (US\$ 1.173 millones) con respecto al año 2002, debido principalmente al incremento de 15% en los precios de exportación.

La mayoría de los productos registraron subas, siendo las más importantes las de semillas y frutos oleaginosos (US\$ 692 millones), cereales (US\$ 177 millones), pescados y mariscos (US\$ 139 millones) y frutas frescas (US\$ 79 millones). El único rubro que sufrió una merma fue la fibra de algodón (US\$ 10

millones). Las exportaciones de productos primarios se destinaron principalmente al Resto (53%) y en menor medida a la UE (26%) y al Mercosur (18%).

Los cereales, que participan con más de 36% en el rubro PP, registraron un incremento de 8% en las ventas externas (U\$S 177 millones). Esto se debió fundamentalmente al aumento de las exportaciones de maíz, producto de un incremento de 25% en las cantidades—fruto de la mayor cosecha—, acompañado por un crecimiento en los precios de exportación de 7%. Las ventas de trigo, por el contrario, disminuyeron 14% con respecto al año anterior debido a la fuerte reducción del saldo exportable por la menor cosecha de la campaña 2002/2003, que sólo pudo ser compensada parcialmente por el aumento de precios de 26%. La oferta exportable local de cereales se destinó principalmente al Resto (49%) y al Mercosur (41%), siendo este último destino el de mayor contribución a la variación del rubro.

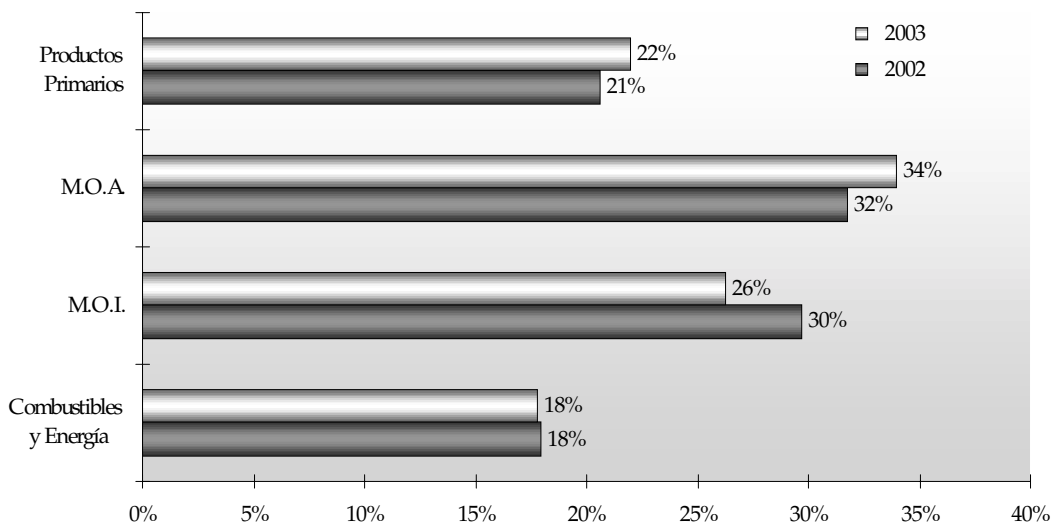
La totalidad del incremento en el rubro semillas y frutos oleaginosos es explicado por las mayores cantidades de soja (aproximadamente 41% más que en 2002) producto de una cosecha récord favorecida por una menor oferta mundial de semillas y

en consecuencia por un mayor precio de exportación (17%). Las ventas de semillas de girasol verificaron una merma de 26% con respecto al año anterior, exclusivamente a raíz de una baja en las cantidades (31%). El Resto es el principal destino de este rubro (90%), siendo también el bloque que presentó el mayor incremento (U\$S 860 millones).

El aumento de las ventas externas de pescados y mariscos sin elaborar fue consecuencia de los mayores precios de exportación (43%), cuyo efecto se vio suavizado por una contracción de 10% en el volumen. Los productos más importantes fueron los crustáceos (camarones y langostinos) y la principal suba se registró en las ventas a la Unión Europea (56%), región que concentra el 75% de las ventas totales de este rubro.

Las mayores ventas externas de frutas frescas (U\$S 79 millones) se explican por el aumento de 11% en los precios y de 9% en las cantidades. Los mayores incrementos se evidenciaron en cítricos (40%) y en manzanas (30%), principalmente a raíz de los precios de exportación. Durante 2003 60% de las exportaciones se dirigieron a la UE, que fue el destino que más contribuyó al aumento del rubro (U\$S 56 millones) seguido por el Resto

**GRAFICO 5.9**  
Estructura de las exportaciones  
*Participación porcentual por rubro de los años 2003 y 2002*



(U\$S 35 millones).

Las exportaciones de miel verificaron un aumento durante el año 2003 de 40% (U\$S 45 millones), causado exclusivamente por mayores precios de exportación (59%). La Unión Europea concentra 72% de las exportaciones de miel nacional ya que los demandantes mundiales más importantes del producto argentino son Alemania, Gran Bretaña e Italia.

Las ventas al exterior de manufacturas de origen agropecuario (MOA) tuvieron un incremento de 22% (U\$S 1.813 millones) atribuible al aumento de 12% en los precios y 9% en las cantidades. Los productos que más influyeron en el incremento fueron grasas y aceites (U\$S 732 millones), residuos y desperdicios de la industria alimenticia (U\$S 700 millones) y carnes (U\$S 156 millones). Por otra parte, el rubro que mayor caída sufrió fue lácteos (U\$S 31 millones). Las exportaciones de manufacturas de origen agropecuario se destinaron principalmente al Resto (54%) y a la UE (31%), verificando ambos destinos las mayores variaciones (U\$S 1.468 millones y U\$S 405 millones respectivamente).

El notable incremento de las exportaciones de grasas y aceites (35%) se explica tanto por los mayores precios (20%) como por la suba en las cantidades exportadas (13%), principalmente el aceite de soja. El destino que concentra casi 90% de las ventas en este rubro es el Resto, siendo también el que experimentó la mayor variación con respecto al año anterior (U\$S 855 millones).

El aumento de 25% en las ventas externas del rubro residuos y desperdicios de la industria alimenticia se explica por el incremento en los volúmenes embarcados de subproductos de soja (15%), y en menor medida en los precios (9%). Los destinos que más influyeron en el incremento del rubro fueron el Resto (U\$S 359 millones) y la Unión Europea (U\$S 333 millones),

representando ambos bloques 99% de las exportaciones de residuos.

Las exportaciones de carne aumentaron 27% (U\$S 156 millones) con respecto al año 2002 como consecuencia de incrementos en precios y en cantidades de 13%. El aumento en el volumen exportado se debió a la recuperación de mercados perdidos por el brote de fiebre aftosa durante 2001. El principal incremento se registró en las exportaciones al Resto (81%), aunque el principal destino continuó siendo la UE con el 55% de las ventas externas.

Los valores exportados de manufacturas de origen industrial (MOI) crecieron 1% (U\$S 72 millones), debido a que el incremento en las cantidades exportadas (3%) fue parcialmente compensado por la caída en los precios de 2%. El rubro que más aumentó fue productos químicos (U\$S 208 millones), mientras que los rubros que sufrieron las mayores mermas fueron material de transporte (U\$S 178 millones) y máquinas y aparatos, material eléctrico (U\$S 81 millones). A pesar de la caída registrada en las ventas al Mercosur (U\$S 227 millones), éste continuó siendo el destino principal de las MOI con 34% del total del rubro, seguido del Resto con 30%.

La caída de las ventas al exterior de material de transporte se explica por el menor volumen de automotores vendidos a Brasil debido a la contracción de su economía, por lo que el Mercosur fue el destino de mayor influencia en la disminución del rubro (U\$S 294 millones). Debido a la menor demanda brasileña las automotrices se esforzaron en buscar nuevos mercados para colocar sus productos, por lo que todos los demás destinos registraron aumentos, principalmente el Nafta (U\$S 58 millones) y el Resto (U\$S 42 millones). Debido a este comportamiento dispar, el Mercosur perdió participación en el rubro pasando de 54% en 2002 a 40% en 2003.



## CUADRO 5.5

Destinos que impulsaron cambios en los valores exportados por rubro  
Año 2003

	Contribución a variac. por Gran Rubro y Rubro				(Var %)
	MERCOSUR	NAFTA	UE	RESTO	TOTAL
<b>Productos Primarios</b>	<b>3,5%</b>	<b>-0,4%</b>	<b>3,5%</b>	<b>15,5%</b>	<b>22,2%</b>
Cereales	7,8%	0,4%	2,8%	-2,6%	8,3%
Semillas y Frutos Oleaginosos	0,3%	1,3%	-14,5%	66,5%	53,5%
Pescados y Mariscos sin Elaborar	1,1%	-1,9%	34,7%	-4,9%	28,9%
Frutas Frescas	-3,2%	0,3%	14,4%	8,8%	20,3%
Mineral de Cobre y sus concentrados	1,5%	-3,9%	8,0%	3,4%	8,9%
Miel	0,0%	-5,8%	33,2%	12,0%	39,4%
<b>Manufacturas Origen Agropecuario</b>	<b>-0,8%</b>	<b>0,1%</b>	<b>5,0%</b>	<b>18,0%</b>	<b>22,2%</b>
Carnes	-0,7%	-0,1%	8,3%	19,6%	27,0%
Grasas y Aceites	-1,2%	0,7%	-5,4%	40,8%	34,9%
Residuos y desp de la Ind Alimenticia	0,2%	0,1%	11,9%	12,8%	25,0%
Resto MOA	13,0%	4,5%	1,3%	8,3%	27,1%
<b>Manufacturas de Origen Industrial</b>	<b>-3,0%</b>	<b>2,6%</b>	<b>1,4%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>0,9%</b>
Material de transporte	-18,2%	3,6%	1,0%	2,6%	-11,0%
Máquinas y Aparatos	-1,7%	-1,4%	0,2%	-5,7%	-8,6%
Productos Químicos	7,1%	4,8%	1,7%	1,8%	15,4%
<b>Combustibles y Energía</b>	<b>-1,2%</b>	<b>3,4%</b>	<b>0,1%</b>	<b>10,9%</b>	<b>13,2%</b>
<b>TOTAL</b>	<b>-0,6%</b>	<b>1,3%</b>	<b>2,7%</b>	<b>10,8%</b>	<b>14,3%</b>

Fuente: INDEC

Las exportaciones de máquinas y aparatos, material eléctrico registraron una disminución de 9% con respecto al año anterior, producto de menores cantidades exportadas. El destino que verificó la mayor caída fue el Resto (U\$S 54 millones), mientras que el Mercosur continuó siendo el más importante para las ventas de este rubro concentrando 42% de las mismas.

El incremento en las ventas externas de productos químicos (U\$S 208 millones) se debió a un gran aumento en las cantidades (28%) que más que compensó la caída que verificaron los precios (10%). El mayor crecimiento se registró en las ventas destinadas al Mercosur (U\$S 96 millones), que concentró 43% de las ventas totales.

Las exportaciones de combustibles y energía (CyE) registraron un crecimiento de 13% (U\$S 609 millones) respecto al año anterior, como consecuencia de un incremento de 15% en los precios y una caída de 2% en las cantidades. Dentro del rubro se destacan los incrementos en carburantes (U\$S 331 millones) y en gases de petróleo (U\$S 215 millones). Las ventas de petróleo crudo no sufrieron variación con respecto al año anterior, ya que el aumento del precio (18%) fue compensado por una caída en el volumen exportado. Más de la mitad de las exportaciones de CyE están dirigidas al Resto, siendo asimismo este bloque el que presentó el mayor crecimiento con respecto al año anterior (U\$S 503 millones).

## SECTOR EXTERNO

### CUADRO 5.6

Exportaciones F.O.B. de Argentina por tipo de bien y destino

Total año 2003 comparado con el año 2002, en millones de US\$

	Cifras en millones de US\$					COMPOSICION EXPORTACIONES					Variación respecto de 2002				
	TOTAL	MERCOSUR	NAFTA	UE	RESTO	MERCOSUR	NAFTA	UE	otros	TOTAL	MERCOSUR	NAFTA	UE	RESTO	
<b>Productos Primarios</b>	<b>6.462,0</b>	<b>1.173,2</b>	<b>220,5</b>	<b>1.662,8</b>	<b>3.405,5</b>	<b>21,0</b>	<b>5,3</b>	<b>28,5</b>	<b>24,7</b>	<b>1.172,5</b>	<b>187,3</b>	<b>-22,8</b>	<b>187,1</b>	<b>820,9</b>	
Animales vivos	8,7	0,3	2,0	3,6	2,8	0,0	0,9	0,2	0,2	0,6	-0,1	-1,3	1,0	1,0	
Pescados y Mariscos sin Elaborar	621,1	16,3	38,6	467,7	98,5	1,4	17,5	28,1	5,9	139,4	5,3	-9,2	167,0	-23,7	
Miel	159,9	0,1	19,7	114,5	25,6	0,0	8,9	6,9	1,5	45,2	0,0	-6,7	38,1	13,8	
Hortalizas, Legumbres sin Elaborar	186,4	84,5	9,0	72,0	20,9	7,2	4,1	4,3	1,3	1,6	20,5	-3,9	6,6	-21,6	
Frutas Frescas	470,8	40,7	41,6	280,4	108,1	3,5	18,9	16,9	6,5	79,5	-12,7	1,2	56,4	34,6	
Cereales	2.311,1	944,3	25,3	209,2	1.132,3	80,5	11,5	12,6	68,1	176,5	165,7	7,8	59,4	-56,4	
Semillas y frutas oleaginosas	1.986,8	11,4	43,2	151,5	1.780,7	1,0	19,6	9,1	107,1	692,3	3,8	16,5	-188,3	860,3	
Tabaco sin Elaborar	151,6	20,7	30,2	80,4	20,3	1,8	13,7	4,8	1,2	3,6	-5,0	-9,9	15,6	2,9	
Lana Sucia	35,3	7,7	0,0	25,4	2,2	0,7	0,0	1,5	0,1	-0,1	1,3	0,0	-2,6	1,2	
Fibra de Algodón	2,4	1,6	0,0	0,0	0,8	0,1	0,0	0,0	0,0	-9,7	0,8	0,0	-0,6	-9,9	
Mineral de cobre y sus concentrados	476,3	27,2	6,2	244,3	198,6	2,3	2,8	14,7	11,9	39,0	6,5	-17,2	34,9	14,8	
Resto Primarios	51,6	18,4	4,7	13,8	14,7	1,6	2,1	0,8	0,9	4,6	1,2	-0,1	-0,4	3,9	
<b>Manufacturas Origen Agropecuario</b>	<b>9.981,0</b>	<b>677,4</b>	<b>818,1</b>	<b>3.131,1</b>	<b>5.354,4</b>	<b>12,1</b>	<b>19,6</b>	<b>53,7</b>	<b>38,8</b>	<b>1.813,2</b>	<b>-63,5</b>	<b>4,2</b>	<b>404,7</b>	<b>1.467,8</b>	
Carnes	735,8	22,9	59,0	400,9	253,0	3,4	7,2	12,8	8,1	156,4	-4,3	-0,8	48,0	113,5	
Pescados y Mariscos Elaborados	253,7	37,7	37,2	104,4	74,4	5,6	4,5	3,3	2,4	17,5	-3,9	-0,7	13,1	9,0	
Productos Lácteos	271,4	57,2	57,1	1,0	156,1	8,4	7,0	0,0	5,0	-31,0	-72,3	11,8	0,4	29,1	
Otros Productos de Origen Animal	21,4	2,8	0,9	9,7	8,0	0,4	0,1	0,3	0,3	7,5	0,8	-0,2	2,7	4,2	
Frutas Secas o Congeladas	54,7	15,4	7,9	13,8	17,6	2,3	1,0	0,4	0,6	12,3	-0,6	1,0	3,2	8,7	
Té, Yerba Mate, Especies, etc.	53,4	3,8	22,1	5,9	21,6	0,6	2,7	0,2	0,7	-7,4	-0,6	-7,4	0,5	0,1	
Productos de Molinería	86,5	69,3	0,1	0,2	16,9	10,2	0,0	0,0	0,5	-29,4	-16,6	-0,1	0,0	-12,7	
Grasas y Aceites	2.827,1	57,8	40,9	204,2	2.524,2	8,5	5,0	6,5	80,6	731,7	-24,9	14,3	-112,8	855,1	
Azúcar y Artículos de Confeitería	130,2	10,6	52,6	1,8	65,2	1,6	6,4	0,1	2,1	-28,9	1,5	-6,2	-0,6	-23,6	
Preparados de Legumbres y Hortalizas	364,9	73,5	126,1	99,4	65,9	10,9	15,4	3,2	2,1	73,8	-14,5	26,4	37,1	24,8	
Bebidas, Liq. alcohólicos y Vinagre	214,9	30,1	57,2	70,2	57,4	4,4	7,0	2,2	1,8	41,3	8,1	1,5	18,4	13,3	
Residuos y desp. de la Ind. Alimenticia	3.498,0	17,6	12,4	1.963,5	1.504,5	2,6	1,5	62,7	48,1	700,2	5,9	2,4	332,6	359,3	
Extractos Curtientes y Tintóreos	33,9	1,2	7,2	15,2	10,3	0,2	0,9	0,5	0,3	-0,9	0,0	-0,1	-1,5	0,7	
Pielés y Cueros	729,1	78,3	200,3	148,7	301,8	11,6	24,5	4,7	9,6	28,5	-1,3	-62,2	49,4	42,6	
Lanas Elaboradas	127,3	0,6	11,8	52,0	62,9	0,1	1,4	1,7	2,0	18,3	-0,1	4,1	8,4	5,9	
Resto MOA	578,7	198,6	125,3	40,2	214,6	29,3	15,3	1,3	6,9	123,3	59,3	20,4	5,8	37,8	
<b>Manufacturas de Origen Industrial</b>	<b>7.706,3</b>	<b>2.592,3</b>	<b>1.808,5</b>	<b>982,5</b>	<b>2.323,0</b>	<b>46,5</b>	<b>43,4</b>	<b>16,9</b>	<b>16,8</b>	<b>71,8</b>	<b>-226,8</b>	<b>199,4</b>	<b>103,9</b>	<b>-4,7</b>	
Productos Químicos y Conexos	1.557,0	663,2	250,7	141,9	501,2	25,6	13,9	14,4	51,0	208,0	96,3	64,6	22,7	24,4	
Materias Plásticas Artificiales	695,8	408,9	34,9	16,5	235,5	15,8	1,9	1,7	24,0	53,0	28,1	5,7	-15,1	34,3	
Caucho y sus Manufacturas	160,2	76,8	26,8	30,5	26,1	3,0	1,5	3,1	2,7	-7,9	-5,9	-1,0	1,8	-2,8	
Manuf. de Cuero, Marroquinería, etc.	66,5	2,7	39,1	17,4	7,3	0,1	2,2	1,8	0,7	4,0	-0,9	-2,7	7,6	0,0	
Papel, Cartón, Imprenta y Publicaciones	391,5	117,5	38,4	60,9	174,7	4,5	2,1	6,2	17,8	56,9	-7,8	17,1	13,1	34,5	
Textiles y Confecciones	210,8	104,5	25,1	20,1	61,1	4,0	1,4	2,0	6,2	-16,8	-20,4	1,3	5,4	-3,1	
Calzados y sus Componentes	17,7	3,1	3,8	5,1	5,7	0,1	0,2	0,5	0,6	5,3	1,3	-0,3	2,0	2,3	
Manuf. de Piedras, Yeso y Cerámicos	102,2	17,8	32,5	11,6	40,3	0,7	1,8	1,2	4,1	7,5	-0,7	1,6	3,1	3,5	
Piedras y Metales Preciosos y Manuf.	119,9	0,5	0,8	73,1	45,5	0,0	0,0	7,4	4,6	1,9	0,4	0,3	-12,1	13,3	
Metales Comunes y sus Manufacturas	1.538,4	201,2	402,8	296,8	637,6	7,8	22,3	30,2	64,9	-63,5	6,8	23,1	15,7	-109,1	
Máq. y Aparatos, Material Eléctrico	861,3	363,2	159,8	99,2	239,1	14,0	8,8	10,1	24,3	-80,9	-16,4	-13,0	2,0	-53,5	
Material de Transporte	1.436,9	576,7	461,9	140,0	258,3	22,2	25,5	14,2	26,3	-178,2	-293,9	57,9	15,8	42,0	
Vehic. de navegac. aérea, marít. y fluvial	199,4	2,1	148,8	41,7	6,8					94,0	-13,9	74,9	38,6	-5,6	
Resto MOI	348,7	54,1	183,1	27,7	83,8	2,1	10,1	2,8	8,5	-11,5	0,2	-30,1	3,3	15,1	
<b>Combustibles y Energía</b>	<b>5.226,1</b>	<b>1.133,5</b>	<b>1.323,0</b>	<b>53,8</b>	<b>2.715,8</b>	<b>20,3</b>	<b>31,7</b>	<b>0,9</b>	<b>19,7</b>	<b>608,5</b>	<b>-53,6</b>	<b>156,3</b>	<b>2,4</b>	<b>503,4</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>29.375,4</b>	<b>5.576,4</b>	<b>4.170,1</b>	<b>5.830,2</b>	<b>13.798,7</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>3.666,0</b>	<b>-156,6</b>	<b>337,1</b>	<b>698,1</b>	<b>2.787,4</b>	

Fuente: INDEC

### Exportaciones por destino

Brasil, a pesar de haber disminuido sus compras a la Argentina 5% (US\$ 227 millones), continuó siendo el principal destino de las exportaciones en 2003, concentrando aproximadamente 16% (US\$ 4.619 millones) de las mismas. Chile y Estados Unidos se ubicaron en segundo y tercer lugar con alrededor de 12% (US\$ 3.446 millones) y 10% (US\$ 3.034 millones) de las ventas externas respectivamente. Estos destinos junto con

China (US\$ 2.551 millones) y España (US\$ 1.391 millones) concentraron el 51% de las exportaciones del país durante 2003.

El destino que más influyó en el aumento de las exportaciones durante este período fue China con un notable aumento de US\$ 1.369 millones, seguida por Chile (US\$ 470 millones), España (US\$ 246 millones), Estados Unidos (US\$ 165 millones) y Alemania (US\$ 138 millones). El gran crecimiento de las exportaciones a China fue determinado por el incremento en

las ventas de semillas y aceites de soja. Las mayores ventas a Chile se debieron a la suba en los envíos de combustibles, en particular petróleo crudo, gases de petróleo y en menor medida carburantes, mientras que los determinantes del resultado en España fueron los pescados y mariscos y los residuos y desperdicios de la industria alimenticia, y en Alemania la carne bovina y los cueros. En Estados Unidos los mayores incrementos se verificaron en las ventas de combustibles (especialmente carburantes) y los químicos orgánicos.

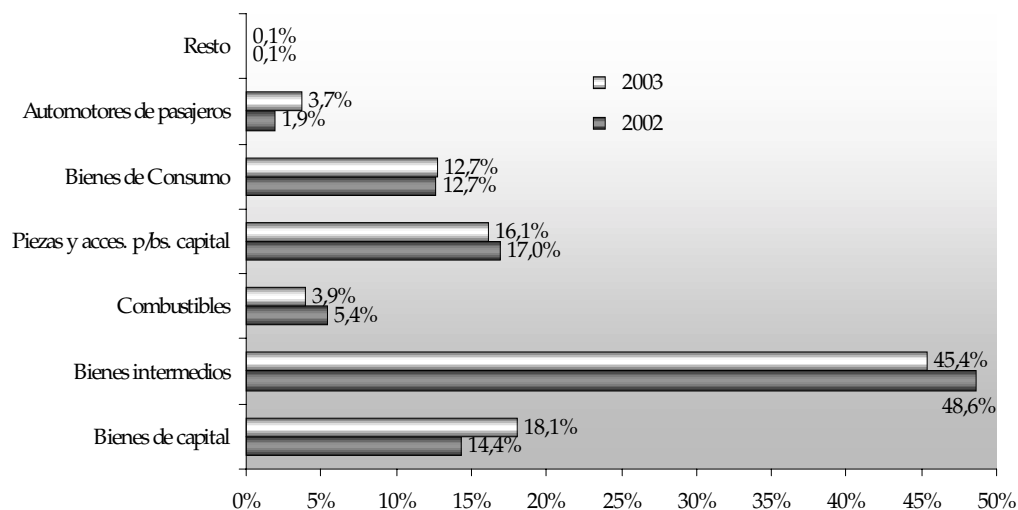
Por su parte, los destinos que sufrieron las mayores bajas en este período fueron Irán (U\$S 292 millones), Brasil (U\$S 220 millones) y Bolivia (U\$S 67 millones). Mientras las exportaciones a Irán se vieron reducidas principalmente en trigo y aceite y subproductos de soja, la caída de las ventas a Brasil, íntimamente ligada a la desaceleración de dicha economía, se verificó fundamentalmente en material de transporte (U\$S 294 millones), petróleo crudo (U\$S 141 millones) y productos lácteos (U\$S 64 millones). El único producto que experimentó una suba importante fue el trigo (U\$S 142 millones). Por su parte, las ventas externas a Bolivia sufrieron mermas en tubos y caños de acero, trigo y harina de trigo.

## Importaciones

Durante el año 2003 las importaciones F.O.B. totalizaron U\$S 13.083 millones (U\$S 13.813 millones en valores C.I.F.), incrementándose 54% con respecto al año anterior. Este aumento de las compras externas se correlaciona directamente con el crecimiento del PBI (8,7%), ya que las mismas se caracterizan por ser altamente procíclicas. Esta evolución positiva de las compras externas se verificó en todos los trimestres y las tasas de crecimiento fueron acelerándose, partiendo de un aumento de 21% en el primer trimestre hasta llegar al máximo aumento en el cuarto trimestre del año (74%).

Al analizar las importaciones según su uso económico se advierte que la variación del valor importado en términos CIF no fue homogénea para todos los usos: mientras los vehículos automotores y los bienes de capital crecieron a tasas muy elevadas (193% y 93% respectivamente), los demás usos lo hicieron a tasas menores, especialmente los combustibles que mostraron un crecimiento de sólo 13%. Este comportamiento determinó un incremento de la importancia relativa de los bienes de capital y los vehículos automotores a costa del resto de los usos económicos.

**GRAFICO 5.10**  
Participación por uso económico de las importaciones CIF  
Años 2002 y 2003



## SECTOR EXTERNO

Los bienes intermedios, a pesar de haber perdido 4 puntos de participación, continuaron siendo los principales productos de importación representando 45% del total, seguidos por los bienes de capital y sus partes y piezas con 18% y 16% del total importado respectivamente.

Los productos con mayor significación en valor absoluto en 2003 fueron los relacionados con el complejo automotriz, los medicamentos, las computadoras y lectores ópticos y los minerales de hierro, mientras que los mayores aumentos con respecto a 2002 se verificaron en los productos relacionados con el sector automotor (autos, partes y neumáticos), computadoras y lectores ópticos, aparatos de radiotelefonía o TV, maquinaria agrícola y tractores.

Algunos de los principales bienes intermedios importados fueron el mineral de hierro (U\$S 205 millones), los compuestos organo-inorgánicos (U\$S 202 millones), los polímeros de etileno (U\$S 173 millones) y los abonos minerales (U\$S 165 millones), evidenciando los mayores aumentos respecto al año 2002 los polímeros de etileno (U\$S 74 millones) y los abonos minerales o químicos (U\$S 63 millones).

Dentro de los bienes de capital predominaron las compras externas de computadoras y lectores ópticos (U\$S 324 millones),

automóviles para el transporte de mercancías (U\$S 218 millones), aparatos de radiotelefonía o TV (U\$S 200 millones), maquinarias para el campo, en particular máquinas para cosechar o trillar (U\$S 154 millones) y las compras de tractores (U\$S 151 millones), que a su vez constituyeron los productos que más crecieron con respecto al año anterior. Por el lado de las piezas y accesorios para bienes de capital sobresalieron las importaciones de partes y accesorios de vehículos y automóviles (U\$S 558 millones) y las de neumáticos (U\$S 179 millones) que también verificaron los principales aumentos (U\$S 119 millones y U\$S 103 millones respectivamente).

Asimismo, se destacaron las compras externas de energía eléctrica (U\$S 191 millones) y de aceites de petróleo (U\$S 144 millones) dentro de los combustibles, y las de medicamentos (U\$S 332 millones) dentro de los bienes de consumo, donde la mayor variación con respecto a 2002 fue en refrigeradores y congeladores (U\$S 44 millones), seguida por los medicamentos (U\$S 42 millones).

Dentro de vehículos automotores sobresalen las importaciones de coches de turismo y vehículos para el transporte de personas (U\$S 509 millones), que fue a su vez el rubro que más creció (U\$S 335 millones). También sobresalen las caídas en aeronaves (U\$S 112 millones) dentro de los bienes de capital y en

**CUADRO 5.7**  
Importaciones CIF por tipo de bien y origen  
Total año 2003 comparado con el año 2002

Tipo de bien	Total anual 2003 - En millones de US\$					Participación porcentual (1)				Variación con respecto a 2002 - en mill. US\$				
	TOTAL	MERCOSUR	NAFTA	UE	RESTO	MERCOSUR	NAFTA	UE	RESTO	TOTAL	MERCOSUR	NAFTA	UE	RESTO
Bienes de Capital	2.500,8	855,9	616,3	459,7	568,9	34,2	24,6	18,4	22,7	1208,0	639,3	92,5	151,4	324,8
Bienes Intermedios	6.266,4	2.413,0	1.229,2	1217,8	1.406,4	38,5	19,6	19,4	22,4	1898,0	845,1	287,7	293,0	472,2
Combustibles	543,9	209,8	37,8	37,0	259,3	38,6	6,9	6,8	47,7	61,7	-11,2	2,7	13,6	56,6
Piezas y Acc. p/Bienes de Capital	2.226,5	613,7	439,9	563,8	609,1	27,6	19,8	25,3	27,4	701,0	225,2	107,7	113,6	254,5
Bienes de Consumo	1.754,8	659,0	247,1	383,8	464,9	37,6	14,1	21,9	26,5	617,6	289,5	57,2	85,0	185,9
Vehículos Automotores de Pasajeros	508,5	414,0	13,4	47,0	34,1	81,4	2,6	9,2	6,7	334,8	282,0	8,8	24,7	19,3
Resto	12,4	1,8	0,5	0,9	9,2	14,5	4,0	7,3	74,2	2,7	1,2	0,2	0,1	1,2
<b>Total</b>	<b>13.813,3</b>	<b>5.167,2</b>	<b>2.584,2</b>	<b>2.710,0</b>	<b>3.351,9</b>	<b>37,4</b>	<b>18,7</b>	<b>19,6</b>	<b>24,3</b>	<b>4823,8</b>	<b>2271,1</b>	<b>556,8</b>	<b>681,4</b>	<b>1314,5</b>

(1) Participación porcentual de los destinos en cada rubro.

Fuente: INDEC

tubos de hierro o acero (U\$S 39 millones) dentro de bienes intermedios.

Los precios de importación registraron un pequeño aumento de 1% en el año 2003, verificándose los mayores aumentos en el precio de los combustibles (13%) y en los bienes de consumo e intermedios (5% y 4%). En contrapartida, los precios de las piezas y accesorios para bienes de capital y de bienes de capital disminuyeron 5% y 7% respectivamente.

Si se analizan los distintos orígenes de las importaciones, la totalidad de los mismos registró aumentos con respecto al año anterior, destacándose las compras externas al Mercosur que se incrementaron 78% (U\$S 2.271 millones) y en menor medida las provenientes del Resto que aumentaron 65% (U\$S 1.315 millones). Este comportamiento determinó un aumento de la participación de estas zonas económicas en el total de las importaciones (de 32% y 23% en 2002 a 37% y 24% en 2003 respectivamente) en detrimento del NAFTA y la UE que pasaron de 23% en 2002 a 19% y 20% en 2003 respectivamente.

El aumento en las importaciones desde el Mercosur se explica principalmente por la variación de los bienes intermedios (U\$S 845 millones) y de los bienes de capital (U\$S 639 millones). Las compras de bienes de consumo aumentaron US\$ 290 millones, las de vehículos automotores U\$S 282 millones y las piezas y accesorios para bienes de capital U\$S 225 millones. Por su parte, las importaciones de combustibles disminuyeron en U\$S 11 millones.

Las importaciones desde la UE aumentaron en todos los usos considerados. Fundamentalmente se destacan los incrementos en bienes intermedios (U\$S 293 millones), bienes de capital (U\$S 151 millones) y piezas y accesorios para bienes de capital (U\$S 114 millones). De igual modo, las importaciones desde el NAFTA registraron aumentos en el total de los usos económi-

cos, destacándose el aumento en bienes intermedios (U\$S 288 millones), seguido por las piezas y partes para bienes de capital (U\$S 108 millones) y los bienes de capital (U\$S 93 millones).

El aumento en las compras desde el Resto también fue generalizado para todos los rubros. El mayor incremento en términos absolutos se registró en los bienes intermedios (U\$S 472 millones), seguido por los bienes de capital (U\$S 325 millones), las piezas y partes para bienes de capital (U\$S 255 millones) y los bienes de consumo (U\$S 186 millones). En menor medida aumentaron los combustibles (U\$S 57 millones) y los vehículos automotores de pasajeros (U\$S 19 millones).

Si se analizan las importaciones CIF por país de origen, se observa que una tercera parte de las mismas proviene de Brasil (U\$S 4.699 millones) y 16% de Estados Unidos (U\$S 2.232 millones), sumando entre ambos mercados alrededor de 50% de las compras externas del país en 2003. En orden de importancia les siguen Alemania, China, Italia, Japón, España, Francia, Paraguay y Chile, los que sumados a Brasil y Estados Unidos contribuyeron con 76% de las importaciones totales del período.

El 55% del aumento de las importaciones se explica por el comportamiento de Brasil y Estados Unidos, que en este período aumentaron sus ventas a Argentina 87% y 25% con respecto al año anterior (U\$S 2.182 millones y U\$S 444 millones) respectivamente. Los mayores aumentos se verificaron en los productos relacionados con la industria automotriz (autos, autopartes y neumáticos), aparatos y artefactos mecánicos, plásticos y algodón en el caso de Brasil, y artefactos mecánicos y sus partes, abonos y productos químicos en el caso de Estados Unidos. En menor medida subieron las compras a China (U\$S 400 millones), Alemania (U\$S 213 millones) y Corea (U\$S 142 millones). Los países que más disminuyeron sus ventas a Argentina en este año con relación a 2002 fueron Letonia y Marruecos, con caídas de U\$S 27 millones y U\$S 8 millones respectivamente.

## II.2 Servicios

El déficit de la cuenta servicios fue de U\$S 327 millones en el cuarto trimestre de 2003, U\$S 53 millones (19%) más que el registrado en igual período del año anterior, con lo que el déficit para el total del año sumó U\$S 1.546 millones, una mejora de 142 millones (8%) con respecto al registrado en 2002. Esta mejora se debe principalmente a la evolución positiva de la cuenta viajes, la cual fue contrarrestada parcialmente por los mayores egresos netos de las cuentas seguros, servicios financieros y regalías.

La cuenta transportes acumuló un saldo negativo de U\$S 78 millones en el cuarto trimestre de 2003, U\$S 40 millones (108%) más que en igual período de 2002. En el año la cuenta transportes sumó un déficit de U\$S 241 millones con una mejora de U\$S 10 millones (4%) con respecto al año anterior. Este resultado se explica principalmente por el fuerte incremento en los egresos netos de fletes (U\$S 157 millones; 93%) ligado a las mayores importaciones, el cual fue contrarrestado por la mejora en el saldo de pasajes (U\$S 117 millones; 47%) debido al aumento de la venta de pasajes en el exterior de las compañías de aviación residentes y por el incremento del superávit del subrubro otros en U\$S 50 millones (30%) por el mayor movimiento de buques y aviones extranjeros en los puertos y aeropuertos argentinos.

Por primera vez desde la década del '80 la cuenta viajes registró un leve superávit en el cuarto trimestre de 2003 (U\$S 7 millones) debido al mayor incremento relativo de los ingresos con respecto a los egresos, para lo que influyó en forma decisiva el fuerte aumento del gasto promedio diario de los no residentes en el país por la revaluación real del peso entre el cuarto trimestre del año 2003 y el de 2002. En el año el déficit de la cuenta viajes fue de U\$S 471 millones, lo que representó una mejora de U\$S 321 millones (41%) con respecto al año anterior. El crédito de la cuenta se incrementó en 37% debido tanto al mayor ingreso de viajeros no residentes al país (20%) como al

aumento del gasto de los mismos en dólares por la revaluación del peso. Los ingresos de viajeros provenientes de Europa y Brasil fueron los que más crecieron, seguidos por los de Estados Unidos y Canadá, Resto de América y Chile. El débito de la cuenta viajes en 2003 fue U\$S 250 millones (11%) superior al registrado el año anterior debido al mayor número de residentes argentinos que viajaron al exterior. En 2003 aumentaron los viajes de los argentinos a los países limítrofes (especialmente Brasil, Paraguay y Chile), mientras que disminuyeron los viajes a Europa, Estados Unidos y Canadá y Resto de América.

El saldo de servicios financieros fue en el cuarto trimestre de 2003 de U\$S 23 millones acumulando en el año egresos netos por U\$S 122 millones, U\$S 69 millones más que en 2002. El aumento del déficit se explica por las comisiones abonadas al Fondo Monetario Internacional, fruto del acuerdo alcanzado con el mismo, y por el aumento de la tasa cobrada por los custodios internacionales de títulos valores.

La cuenta regalías presentó en el cuarto trimestre de 2003 un déficit de U\$S 83 millones, U\$S 9 millones más (12%) que en igual trimestre del año anterior, mientras que el rubro seguros aumentó su déficit en U\$S 35 millones. En el año el déficit de regalías sumó U\$S 296 millones y el de seguros U\$S 168 millones con aumentos de 15% y 225% respectivamente en relación al año 2002. Ambos resultados se relacionan con la mejora en el nivel de actividad de la economía y con la revaluación real del peso, a lo que se agrega en el caso de los seguros el incremento del nivel de importaciones y la pérdida de participación de las compañías residentes en el mercado nacional de reaseguros.

## II.3 Transferencias Corrientes

Se estimaron ingresos netos por U\$S 169 millones para el cuarto trimestre de 2003, U\$S 42 millones menos que en igual período del año anterior debido principalmente al pago de cuo-

tas a organismos internacionales y al incremento de los egresos en concepto de remesas de trabajadores. En el año la cuenta transferencias corrientes registró un superávit de U\$S 620 millones, lo que representó una mejora de U\$S 44 millones (8%) con respecto a 2002. Los ingresos aumentaron U\$S 127 millones (17%) impulsados por las remesas de trabajadores y las jubilaciones recibidas por los residentes desde el exterior, mientras que los egresos lo hicieron en U\$S 83 millones (46%) debido en gran parte al incremento de los pagos de cuotas a organismos internacionales y de las remesas enviadas por los trabajadores residentes al exterior.

#### II.4 Rentas de la inversión

El saldo trimestral de rentas de la inversión representó un egreso neto de U\$S 2.011 millones en comparación con egresos netos por U\$S 1.546 millones del cuarto trimestre de 2002. La variación se explica casi exclusivamente por la cuenta utilidades y dividendos, que pasó de un saldo positivo de U\$S 218 millones a un egreso neto de U\$S 339 millones. La renta obtenida por las empresas de inversión directa del sector privado no financiero (estimada en U\$S 600 millones), continuó incrementándose en razón del mejor comportamiento de las empresas de los sectores no transables (consistente con la mejora del nivel de actividad); las empresas productoras de bienes transables man-

tuvieron su buen desempeño.

Los egresos netos devengados de intereses del trimestre sumaron U\$S 1.672 millones y fueron menores a los de igual período del año anterior.

En el año los egresos netos por rentas de la inversión sumaron U\$S 7.414 millones en relación con egresos netos por U\$S 6.485 millones de 2002. Al igual que a nivel trimestral, el aumento se debió al comportamiento de la cuenta utilidades y dividendos, que pasó de ingresos netos por U\$S 691 millones (que reflejaron pérdidas de las empresas de inversión extranjera directa en Argentina) a egresos netos por U\$S 563 millones (que representan utilidades de las mismas). Esta reversión del signo está vinculada con la evolución de la renta de la inversión extranjera directa del sector privado no financiero, que fue estimada en U\$S 1.700 millones frente a los U\$S 181 millones de 2002.

Los egresos netos devengados por intereses sumaron en el año U\$S 6.851 millones contra U\$S 7.176 millones en 2002. Cabe destacar que el débito anual del sector privado se redujo de manera relevante debido a una baja de tasas de interés y a una disminución del stock de deuda. Esta caída no se verificó en el débito de intereses del sector público no financiero, que por el contrario creció, debido al efecto de la apreciación del euro con respecto del dólar y el consiguiente aumento del stock de deuda

#### CUADRO 5.8

##### Flujo de atrasos de capital e intereses

En millones de US\$

Sectores	Público no Financiero y BCRA			Privado no Financiero (1)			Sector Financiero (1)		
	Capital	Intereses	Total	Capital	Intereses	Total	Capital	Intereses	Total
<b>Año 2002</b>	4.143	3.638	7.781	3.051	603	3.654	458	44	502
<b>Año 2003</b>	6.617	3.860	10.477	1.836	189	2.025	130	42	172
<b>Suma 2002-03</b>	10.760	7.498	18.258	4.887	792	5.679	588	86	674
<b>IV 2003</b>	3.549	972	4.521	373	48	421	-242	-25	-267

(1) Estimado en revisión.

medido en esta moneda<sup>3</sup>.

Los atrasos de intereses del sector público y BCRA se estimaron para el trimestre en U\$S 972 millones, U\$S 3.860 millones para el año y acumulan hasta la fecha U\$S 7.498 millones.

### III. La cuenta financiera

La salida neta de la cuenta financiera se estimó para el trimestre en U\$S 111 millones. En relación al trimestre anterior, su egreso neto no sufrió grandes cambios, sin embargo se alteró de manera importante su composición. Se destacó el flujo neto del sector privado no financiero, con un egreso neto en el trimestre estimado en U\$S 56 millones contra egresos por U\$S 1.375 millones en el trimestre anterior. Por otra parte el ingreso neto del sector público no financiero y BCRA (U\$S 371 millones en el trimestre) se redujo de manera considerable respecto del trimestre anterior (U\$S 1.800 millones). El flujo de capital con organismos internacionales explica dicha reducción: fue positivo en U\$S 675 millones en el tercer trimestre mientras que en el cuarto fue negativo en U\$S 696 millones.

Para el año se estimó una salida neta de la cuenta financiera por U\$S 2.955 millones, muy inferior a la salida de U\$S 12.491 millones correspondiente a 2002.

#### III.1 Sector público no financiero y BCRA

El ingreso neto del sector público no financiero y BCRA del trimestre por U\$S 371 millones respondió básicamente a los pagos de capital netos realizados a organismos internacionales por U\$S 696 millones y a los atrasos de intereses por U\$S 972 millones, que representan un financiamiento no voluntario. Los pagos netos a organismos internacionales –incluyendo intereses– sumaron en el trimestre U\$S 1.086 millones, y en todo el año U\$S 2.409 millones. Estos pagos se redujeron en relación al año pasado, cuando sumaron U\$S 3.874 millones.

Los atrasos de capital del trimestre fueron de U\$S 3.549 millones y por intereses se incurrió en atrasos por U\$S 972 millones. Desde diciembre de 2001 a la fecha el sector público no financiero acumuló atrasos –de capital y de intereses– por U\$S 18.258 millones.

Si se consolida la cuenta corriente y la cuenta financiera del sector (ver cuadro 10), y por lo tanto se netean los flujos devengados en la cuenta corriente que tienen contrapartida en la cuenta financiera (principalmente los atrasos de intereses), la contribución neta del sector público no financiero y BCRA al balance de pagos refleja los pagos netos totales (capital e intereses) a organismos internacionales.

#### CUADRO 5.9

##### Sector Público no Financiero y BCRA - Flujo neto con Organismos Internacionales

En millones de US\$

	2001	I 02	II 02	III 02	IV 02	2002	I 03	II 03	III 03	IV 03	2003
<b>Amortizaciones</b>	<b>2.164</b>	1.263	1.569	4.681	1.260	<b>8.774</b>	6.033	1.852	4.180	2.087	<b>14.152</b>
<b>Desembolsos (1)</b>	<b>13.379</b>	1.020	214	4.136	1.221	<b>6.592</b>	5.611	1.484	4.855	1.390	<b>13.340</b>
<b>Flujo Neto sin Intereses</b>	<b>11.215</b>	-244	-1.355	-545	-39	<b>-2.182</b>	-422	-368	675	-696	<b>-811</b>
<b>Intereses</b>	<b>1.592</b>	376	496	410	411	<b>1.692</b>	473	408	326	390	<b>1.597</b>
<b>Flujo Neto con Intereses</b>	<b>9.622</b>	-620	-1.851	-954	-449	<b>-3.874</b>	-895	-776	349	-1.086	<b>-2.409</b>

(1) Incluye refinanciaciones y atrasos

3 Ver punto IV Deuda externa y reservas internacionales. La contrapartida de este aumento se ve en los mayores atrasos por intereses.



### III.2 Sector privado no financiero

El egreso neto del trimestre de la cuenta financiera del sector privado no financiero por U\$S 56 millones, es el primer saldo casi equilibrado después de 9 trimestres consecutivos de salidas importantes. Respondió al aumento de los pasivos, especialmente debido al financiamiento de importaciones relacionado con el aumento de las mismas, y en menor medida a la inversión extranjera directa (mayor reinversión de utilidades); ingresos que fueron compensados por la formación de activos externos.

En el trimestre, los flujos de inversión directa del sector mostraron una importante reinversión de utilidades, aportes de capital (en parte para cancelar deudas), compensados parcialmente por aumentos de créditos (activos) de empresas residentes con sus inversores directos no residentes.

Por su parte, el egreso neto anual del sector se redujo de U\$S 13.120 millones en 2002 a U\$S 4.500 millones en 2003. La significativa disminución de la salida de capital se debió a la menor formación de activos externos (sin inversión directa) por U\$S 6.301 millones y a la reversión del signo de los flujos asociados con los pasivos por alrededor de U\$S 3.500 millones.

Si se consolida la cuenta corriente con la cuenta financiera del

sector, su contribución neta al balance de pagos representó un ingreso neto de divisas por U\$S 9.324 millones contra una contribución por U\$S 2.573 millones en 2002. En tanto que el aporte de la cuenta corriente del sector fue menor en 2003 en relación al año anterior, en 2003 disminuyó de manera muy importante la constitución de activos y se registró un ingreso neto por endeudamiento.

### III.3 Sector financiero (excluido BCRA)

En el trimestre se estimó un egreso neto de U\$S 426 millones, explicado por cancelaciones netas de pasivos y constitución de activos en el exterior (préstamos y otros créditos, y disponibilidades). Por el lado de los pasivos se observó una fuerte disminución de las líneas de crédito y de títulos, gran parte de la cual fue compensada por aportes de las casas matrices y por operaciones con activos financieros internos. El flujo de inversión extranjera directa fue compensado por pérdidas del sector. En el año, el sistema financiero se desarrolló en un entorno de liquidez excedente que le permitió realizar cancelaciones netas de líneas de crédito y de obligaciones negociables por aproximadamente U\$S 700 millones y constituir activos externos líquidos por alrededor de U\$S 400 millones. El egre-

**CUADRO 5.10**  
Contribución de los sectores residentes al Balance de Pagos  
En millones de US\$

	2001		2002		2003		Total
	I sem.	II sem.	I sem.	II sem.	I sem.	II sem.	
<b>- Sector Privado</b>	-10.079	-1.891	4.464	2.573	4.983	4.341	9.324
1) Cuenta corriente Sector Privado	3.647	7.597	8.095	15.692	8.052	5.772	13.824
2) Variación de pasivos del Sector Privado no Financiero	-861	-2.054	-549	-2.602	129	754	883
3) Acumulación activos del Sector Privado no Financiero	12.865	7.435	3.083	10.517	3.198	2.186	5.383
<b>- Cuenta capital</b>	101	20	19	39	25	40	64
<b>- Sector Público y Banco Central (cta. cte. y financiera)</b>	1.384	-2.794	-1.480	-4.275	-1.724	-851	-2.575
<b>- Sector Financiero (cta corriente y financiera) (1)</b>	-7.611	-435	-1.047	-1.482	-898	-865	-1.763
<b>- Variación de reservas internac. del sistema financiero</b>	-19.081	-5.634	799	-4.835	1.721	1.859	3.580
<b>- Errores y omisiones</b>	-2.877	-534	-1.156	-1.690	-664	-806	-1.470

(1) Excluye variación de reservas del sector, incluidas en el siguiente ítem.

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

## SECTOR EXTERNO

so neto de la cuenta muestra además el efecto de las pérdidas del sector en los flujos de inversión directa (U\$S 700 millones).

### IV. Deuda externa y reservas internacionales

La deuda externa a fines de diciembre de 2003 fue estimada en U\$S 145.583 millones, con un aumento respecto del trimestre anterior de U\$S 4.971 millones. El aumento fue explicado por la deuda del sector público que creció en U\$S 5.296 millones, reflejo del efecto de la apreciación del euro respecto del dólar (U\$S 3.771 millones) y de la acumulación de atrasos de intereses (U\$S 972 millones). También

colaboraron en el aumento las operaciones en el mercado secundario (U\$S 1.112 millones), compensadas en parte por los pagos netos realizados (U\$S 681 millones). En el año el efecto de la variación del tipo de pase (U\$S 9.100 millones) y la acumulación de atrasos por intereses (unos U\$S 3.900 millones) explican casi exclusivamente el aumento estimado de la deuda del sector público por U\$S 14.583 millones.

A fines de diciembre las reservas internacionales del BCRA alcanzaron a U\$S 14.119 millones, lo que representó un aumento respecto del trimestre anterior de U\$S 714 millones. Las principales fuentes de esta variación fueron las compras netas de divisas al sector privado por U\$S 1.767 millones y los pagos netos a organismos internacionales por U\$S 1.153 millones.

#### CUADRO 5.11

Deuda externa del sector público no financiero  
En millones de US\$

Variación del Stock de deuda entre el III Trim. 03 y el IV Trim. 03		Variación del Stock de deuda entre el IV Trim. 02 y el IV Trim. 03	
<b>Stock de deuda externa pública al III Trim. 03</b>	<b>98.528</b>	<b>Stock de deuda externa pública al IV Trim. 02</b>	<b>89.241</b>
<b>Variación IV Trim. 03</b>	<b>5.300</b>	<b>Variación año 2003</b>	<b>14.588</b>
<b>Vencimientos netos</b>	<b>-681</b>	<b>Vencimientos netos</b>	<b>-840</b>
- vencimientos totales	-5.652	- vencimientos totales	-20.828
- refinanciaciones, colocaciones, desembolsos	1.420	- refinanciaciones, colocaciones, desembolsos	13.370
- atrasos	3.551	- atrasos	6.618
<b>Variación de tipo de pase</b>	<b>3.771</b>	<b>Variación de tipo de pase</b>	<b>9.132</b>
<b>Atrasos de interés</b>	<b>973</b>	<b>Atrasos de interés</b>	<b>3.860</b>
<b>Mercado secundario (VNR)</b>	<b>1.112</b>	<b>Mercado secundario (VNR)</b>	<b>2.082</b>
<b>Otros</b>	<b>125</b>	<b>Otros</b>	<b>354</b>
<b>Stock de deuda externa pública al IV Trim. 03</b>	<b>103.828</b>	<b>Stock de deuda externa pública al IV Trim. 03</b>	<b>103.829</b>

Fuente: Dirección Nacional de Cuentas Internacionales - INDEC

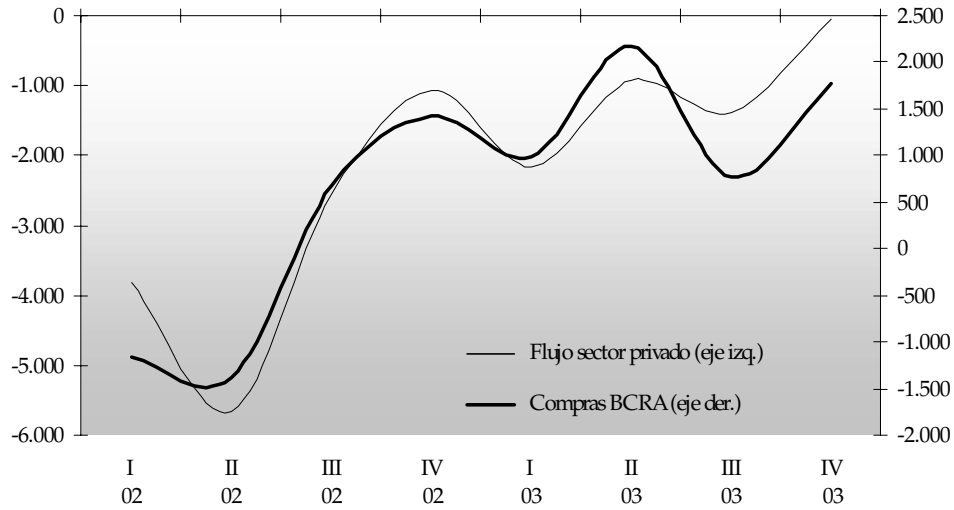
## SECTOR EXTERNO

Durante el año el BCRA acumuló reservas internacionales por U\$S 3.643 millones, resultado de compras netas al sector privado por U\$S 5.705 millones compensadas parcialmente por pagos netos a organismos internacionales por U\$S 2.608 millones.

### GRAFICO 5.11

Flujos de capital privado y compras netas de reservas del BCRA al mercado

En millones de US\$



# Finanzas Públicas

■ En el año 2003 uno de los objetivos fundamentales del Gobierno Nacional ha sido alcanzar la solidez fiscal. En efecto, el sector público debía adaptarse a la drástica reducción del financiamiento interno y externo y a la vez mitigar los efectos más graves de la crisis económica y fortalecer una sustentable recuperación de la economía argentina.

Por ello, la política fiscal intentó satisfacer las necesidades sociales observando un cuidadoso incremento en tales gastos y aumentando la inversión pública en términos reales, pero sin descuidar los niveles de superávit primario necesarios para alcanzar la sustentabilidad de mediano plazo de las cuentas públicas.

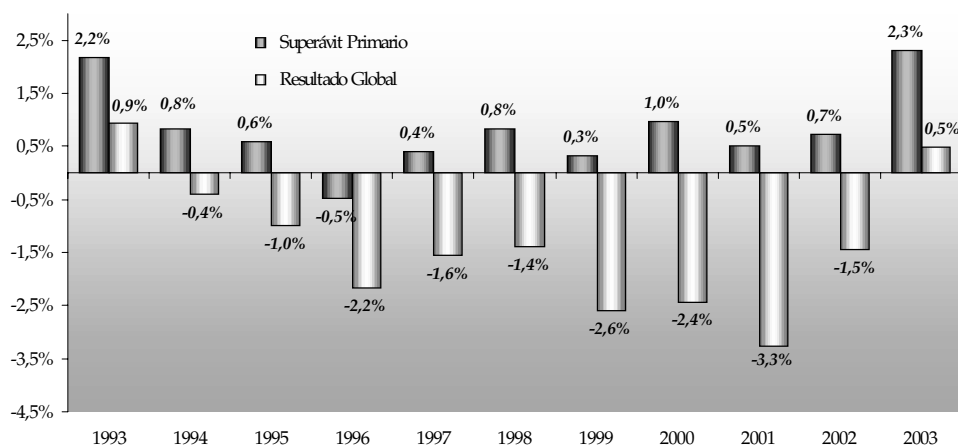
Desde 1993 la tendencia del resultado global del sector público nacional no financiero ha sido similar a la del resultado primario. Sin embargo, la creciente brecha entre ambos ha

evidenciado la cada vez mayor importancia de la deuda en el resultado del sector público, deteriorando paulatinamente el panorama fiscal hasta llegar a la explosión general del modelo económico en la transición de los años 2001 y 2002. Tras una salida inicialmente traumática del esquema cambiario vigente, las cuentas públicas fueron mostrando una paulatina recomposición.

El año 2003 arrojó un récord histórico de superávit primario debido, por un lado, a las reformas administrativas que permitieron mejorar el cumplimiento impositivo y, por otro, al permanente control del gasto primario, el cual permitió un importante aumento de la inversión pública en el marco de la relación prevista entre gasto y PIB. En tanto, y luego de diez años de sucesivos déficit, el resultado global en 2003 fue positivo como consecuencia, además, de la reducción en el pago de intereses por el "default" incurrido a comienzos de 2002.

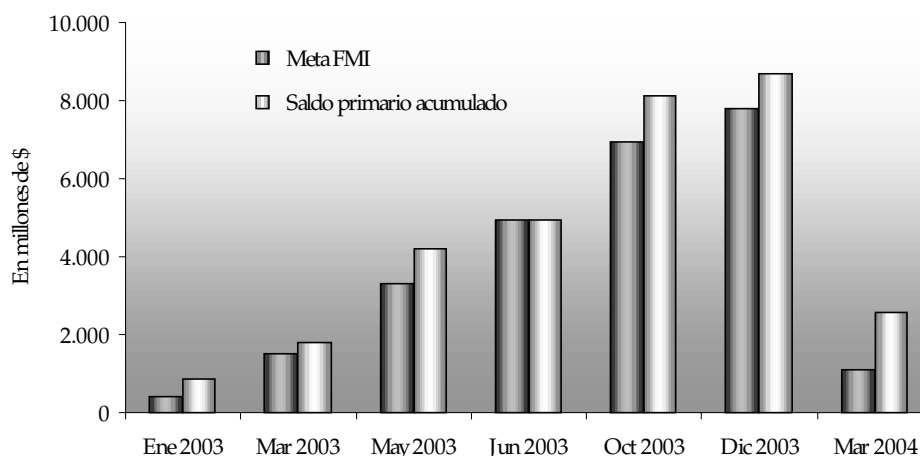
## GRAFICO 6.1

Superávit Primario y Resultado Global del SPNMF - sin privatizaciones  
Como porcentaje del PIB



**GRAFICO 6.2**

Superávit Primario Acumulado del SPNNF (sin privatiz.) y metas comprometidas con el FMI - Base Caja  
En millones de pesos



Por su parte, el superávit primario del sector público nacional sin privatizaciones (concepto contemplado en las metas del Acuerdo con el FMI) alcanzó a \$ 1.525,6 millones en el cuarto trimestre de 2003 y a \$ 8.676,9 millones en el año, superando ampliamente el superávit de 2002, que había sido de \$ 2.255,7 millones.

Del análisis del superávit primario acumulado a lo largo de 2003 surge que se ha cumplido en forma amplia y continua con las metas acordadas con el FMI. En particular, para el período enero-diciembre el sobrecumplimiento alcanzó a \$ 886,9 millones. En tanto, en términos del PIB, el superávit fiscal se situó cerca del 3%, medio punto por encima de la meta acordada. Este logro ha sido el resultado del buen desempeño en cuanto a recaudación y a la estabilización del gasto a nivel federal y provincial. Para el primer trimestre de 2004 se espera una recaudación impositiva por encima de los niveles acordados en el pro-

grama y, por lo tanto, se prevé un cómodo cumplimiento de la correspondiente meta.

## I. Resultado del Sector Público Nacional No Financiero

El resultado global anual del Sector Público Nacional no Financiero (SPNNF) base caja<sup>1</sup> registró un superávit de \$ 1.805,3 millones en 2003, con un incremento de \$ 6.345,6 millones en relación con el año anterior. Se ha profundizado así la tendencia positiva iniciada en 2002, en la que observan crecimientos periódicos que permitieron alcanzar a fines de 2003 un resultado global positivo, signo no registrado en las cuentas públicas desde 1994.

En el cuarto trimestre de 2003 se registró un déficit global de apenas \$ 0,9 millones. La tasa de crecimiento del 25,3% en los

<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.

FINANZAS PUBLICAS

CUADRO 6.1

Sector Público no Financiero con empresas públicas - Base Caja  
En Millones de Pesos

	IV-02	IV-03	Variación IV-03 / IV-02	2002	2003	Variación 2003-2002		
			Millones \$			Millones \$	%	
				%				
<b>I INGRESOS CORRIENTES</b>	<b>16.586,8</b>	<b>20.782,7</b>	<b>4.195,9</b>	<b>25,3%</b>	<b>54.986,1</b>	<b>77.122,6</b>	<b>22.136,5</b>	<b>40,3%</b>
- Ingresos Tributarios	12.214,4	16.689,0	4.474,6	36,6%	40.034,4	60.737,5	20.703,1	51,7%
- Contrib. a la Seguridad Social	2.507,3	3.007,4	500,1	19,9%	9.710,4	11.689,0	1.978,6	20,4%
- Ingresos no Tributarios	850,1	786,7	-63,4	-7,5%	2.701,2	3.307,0	605,8	22,4%
- Ventas de Bs. y Serv. de la Adm. Púb.	36,2	85,7	49,5	136,7%	151,8	305,1	153,3	101,0%
- Ingresos de Operación	0,0	0,0	0,0	0,0%	0,0	0,0	0,0	0,0%
- Rentas de la Propiedad	876,8	99,7	-777,1	-88,6%	2.056,0	709,2	-1.346,8	-65,5%
- Transferencias Corrientes	30,7	36,8	6,1	19,9%	200,9	146,5	-54,4	-27,1%
- Otros ingresos	0,0	63,8	63,8	0,0%	3,4	209,5	206,1	6061,8%
- Superavit Operat. Empresas Públicas	71,3	13,6	-57,7	-80,9%	128,0	18,8	-109,2	-85,3%
<b>II GASTOS CORRIENTES</b>	<b>15.862,8</b>	<b>20.093,8</b>	<b>4.231,0</b>	<b>26,7%</b>	<b>57.450,4</b>	<b>72.218,7</b>	<b>14.768,3</b>	<b>25,7%</b>
- Gastos de Consumo y Operación	2.617,2	3.198,1	580,9	22,2%	8.964,8	11.571,3	2.606,5	29,1%
. Remuneraciones	1.858,4	2.297,6	439,2	23,6%	6.776,8	8.745,2	1.968,4	29,0%
. Bienes y Servicios	757,9	900,5	142,6	18,8%	2.185,9	2.825,4	639,5	29,3%
. Otros gastos	0,9	0,0	-0,9	-100,0%	2,1	0,7	-1,4	-66,7%
- Rentas de la Propiedad	1.729,1	1.533,8	-195,3	-11,3%	6.810,5	6.883,2	72,7	1,1%
. Intereses	1.729,0	1.533,8	-195,2	-11,3%	6.809,5	6.882,8	73,3	1,1%
.. Intereses Deuda Interna	331,9	444,9	113,0	34,0%	981,4	1.882,9	901,5	91,9%
.. Intereses Deuda Externa	1.397,1	1.088,9	-308,2	-22,1%	5.828,1	4.999,9	-828,2	-14,2%
. Otras Rentas	0,1	0,0	-0,1	-100,0%	1,0	0,4	-0,6	-60,0%
- Prestaciones de la Seguridad Social	4.182,2	5.663,8	1.481,6	35,4%	16.535,4	19.464,3	2.928,9	17,7%
- Otros gastos Corrientes	1,4	0,2	-1,2	-85,7%	1,7	8,2	6,5	382,4%
- Transferencias Corrientes	7.332,4	9.624,7	2.292,3	31,3%	25.128,7	34.009,9	8.881,2	35,3%
. Al Sector Privado	2.801,0	3.011,8	210,8	7,5%	8.695,5	11.139,9	2.444,4	28,1%
. Al Sector Público	4.492,2	6.506,5	2.014,3	44,8%	16.357,4	22.618,7	6.261,3	38,3%
.. Provincias y MCBA	4.062,2	5.856,4	1.794,2	44,2%	14.768,3	20.576,2	5.807,9	39,3%
...Recursos Coparticipados	3.157,4	4.501,5	1.344,1	42,6%	10.086,3	15.906,3	5.820,0	57,7%
...Garantía Acuerdo Prov.	0,0	0,0	0,0	0,0%	221,3	0,0	-221,3	-100,0%
...Leyes Especiales	258,5	511,4	252,9	97,8%	504,7	1.318,6	813,9	161,3%
...Resto	646,3	843,5	197,2	30,5%	3.956,0	3.351,3	-604,7	-15,3%
.. Universidades	423,1	613,9	190,8	45,1%	1.550,8	1.987,7	436,9	28,2%
.. Otras	6,9	36,2	29,3	424,6%	38,3	54,8	16,5	43,1%
. Al Sector Externo	39,2	106,4	67,2	171,4%	75,8	251,3	175,5	231,5%
- Otros gastos	0,5	71,6	71,1	14220,0%	5,4	230,1	224,7	4161,1%
- Deficit Operat. Empresas Públicas	0	1,6	1,6		3,9	51,7	48,8	1250,0%
<b>III AHORRO CORRIENTE (I-II)</b>	<b>724,0</b>	<b>688,9</b>	<b>-35,1</b>	<b>-4,8%</b>	<b>-2.464,3</b>	<b>4.903,9</b>	<b>7.368,2</b>	<b>-299,0%</b>
<b>IV RECURSOS DE CAPITAL</b>	<b>35,8</b>	<b>53,0</b>	<b>17,2</b>	<b>48,0%</b>	<b>97,1</b>	<b>91,9</b>	<b>-5,2</b>	<b>-5,4%</b>
- Privatizaciones	3,5	7,3	3,8	108,6%	4,5	11,2	6,7	148,9%
- Otros	32,3	45,7	13,4	41,5%	92,6	80,7	-11,9	-12,9%
<b>V GASTOS DE CAPITAL</b>	<b>574,1</b>	<b>742,8</b>	<b>168,7</b>	<b>29,4%</b>	<b>2.182,1</b>	<b>3.190,5</b>	<b>1.008,4</b>	<b>46,2%</b>
- Inversión Real Directa	115,8	256,6	140,8	121,6%	272,6	813,2	540,6	198,3%
- Transferencias de Capital	444,2	465,0	20,8	4,7%	1.870,3	2.316,7	446,4	23,9%
. Provincias y MCBA	397,2	404,4	7,2	1,8%	1.717,8	2.088,1	370,3	21,6%
...Leyes Especiales	219,5	77,6	-141,9	-64,6%	945,5	983,1	37,6	4,0%
...Resto	177,7	326,8	149,1	83,9%	772,3	1.105,0	332,7	43,1%
. Otras	47,0	60,6	13,6	28,9%	152,5	228,6	76,1	49,9%
- Inversión Financiera	14,1	21,2	7,1	50,4%	39,2	60,6	21,4	54,6%
. A Provincias y MCBA	0,0	2,1	2,1		14,0	2,1	-11,9	-85,0%
. Resto	14,1	19,1	5,0	35,5%	25,2	58,5	33,3	132,1%
<b>VI INGRESOS TOTALES (I+IV)</b>	<b>16.622,6</b>	<b>20.835,7</b>	<b>4.213,1</b>	<b>25,3%</b>	<b>55.083,2</b>	<b>77.214,5</b>	<b>22.131,3</b>	<b>40,2%</b>
<b>VII GASTOS TOTALES (II+V)</b>	<b>16.436,9</b>	<b>20.836,6</b>	<b>4.399,7</b>	<b>26,8%</b>	<b>59.632,5</b>	<b>75.409,2</b>	<b>15.776,7</b>	<b>26,5%</b>
<b>VIII RESULTADO GLOBAL (VI-VII)</b>	<b>185,7</b>	<b>-0,9</b>	<b>-186,6</b>	<b>-</b>	<b>-4.549,3</b>	<b>1.805,3</b>	<b>6.354,6</b>	<b>-</b>
<b>IX RESULTADO S/PRIVATIZACIONES</b>	<b>182,2</b>	<b>-8,2</b>	<b>-190,4</b>	<b>-</b>	<b>-4.553,8</b>	<b>1.794,1</b>	<b>6.347,9</b>	<b>-</b>
<b>X GASTOS PRIMARIOS (*)</b>	<b>14.707,9</b>	<b>19.302,8</b>	<b>4.594,9</b>	<b>31,2%</b>	<b>52.823,0</b>	<b>68.526,4</b>	<b>15.703,4</b>	<b>29,7%</b>
<b>XI SUPERAVIT PRIMARIO TOTAL (VI-X)</b>	<b>1.914,7</b>	<b>1.532,9</b>	<b>-381,8</b>	<b>-19,9%</b>	<b>2.260,2</b>	<b>8.688,1</b>	<b>6.427,9</b>	<b>284,4%</b>
<b>XII SUPERAVIT PRIMARIO SIN PRIVATIZ.</b>	<b>1.911,2</b>	<b>1.525,6</b>	<b>-385,6</b>	<b>-20,2%</b>	<b>2.255,7</b>	<b>8.676,9</b>	<b>6.421,2</b>	<b>284,7%</b>

(\*) Excluye el pago de intereses

Fuente: Secretaría de Hacienda. Ministerio de Economía

ingresos no llegó a compensar el aumento estimado en 26,8% de los gastos. Si bien el signo ha sido negativo, la magnitud del resultado es poco significativa (más aún al considerar que se adelantaron algunos gastos que tradicionalmente se realizan en el trimestre siguiente) y está muy por debajo de los valores registrados en similares trimestres de años anteriores.

Por su parte, el superávit primario de todo el año 2003 (es decir, excluyendo el pago de intereses de la deuda pública) alcanzó a \$ 8.688 millones en términos nominales, cifra que casi cuadruplica al resultado del año anterior. Sin embargo, el superávit registrado en el último trimestre (\$ 1.532,9 millones) fue inferior al de los cuatro trimestres anteriores. Con respecto a octubre-diciembre de 2003, la disminución del superávit en \$ 381,8 millones se debió al aumento de los gastos primarios (cuyo crecimiento interanual fue de \$ 4.594,9 millones) por las mayores prestaciones a la seguridad social (35,4% superiores) y por las transferencias corrientes a provincias y municipios, que crecieron 44,2%.

Debe notarse que el resultado primario alcanzado por el sector público nacional en 2003 fue equivalente al 2,3% del PIB, o sea \$ 886 millones por encima de la meta establecida con el FMI, que era equivalente al 2,1% del PIB.

Paralelamente, los ingresos totales continúan revelando una tendencia marcadamente creciente, incrementándose mes tras mes desde principios de 2002. El aumento interanual del último trimestre de 2003 fue de \$ 4.213,1 millones (25,3%) y se debió, principalmente, al aumento de 33,8% en la recaudación tributaria (incluyendo las contribuciones a la seguridad social), cuya evolución se torna más que significativa al representar cerca del 94,3% de los ingresos totales.

## II. Ingresos Corrientes del Sector Público Nacional No Financiero

Durante 2003 los ingresos corrientes totales alcanzaron los \$ 77.123 millones, es decir que el incremento interanual fue del 40,3%. Tal desempeño estuvo influenciado en buena medida por los altos niveles inflacionarios de la primera mitad de 2002. Sin embargo, los resultados de la segunda mitad del año están menos influenciados por el comportamiento de los precios, ya que las variaciones interanuales fueron muy bajas.

En el cuarto trimestre de 2003, la variación interanual de los ingresos corrientes fue de 25,3%, con el mérito de que no prácticamente no hubo mayor incidencia por el lado de la inflación. La mayor corriente de ingresos se explica básicamente por el mayor dinamismo en la actividad económica, que también se vio potenciada por un destacable cumplimiento tributario (objetivo de la política fiscal que complementa la reforma de política impositiva comprometida con el FMI).

Los ingresos tributarios se fortalecieron como fuente principal de los recursos corrientes, a través de un continuo crecimiento de su participación durante 2003, llegando a superar por mucho el 90% sobre el total de ingresos corrientes. En igual sentido, el incremento de \$ 4.974,7 millones en el cuarto trimestre con respecto a igual período del año anterior<sup>2</sup> se torna más que significativo para el total de los recursos del sector público.

El avance de estos últimos fue explicado en más del 50% por la mejora generada en los impuestos tradicionales, es decir IVA y ganancias, que observaron una participación creciente durante el último año sobre el total recaudado.

Por el lado de lo percibido por transacciones de comercio exterior, la recaudación se incrementó \$ 4.976,9 millones en el año

<sup>2</sup> Incluyendo las contribuciones a la Seguridad Social.

**CUADRO 6.2****Resultado primario sin privatizaciones***En millones de pesos*

	<b>Programa FMI</b>	<b>Ejecución</b>	<b>Diferencia</b>
	Ene-Dic	Ene-Dic	
	2003	2003	
	(1)	(2)	(2)-(1)
<b>. Resultado Financiero del Sector Público Nacional</b>		<b>1.794,1</b>	
menos:			
. Intereses		<b>6.882,8</b>	
<b>. Resultado Primario del Sector Público Nacional</b>	<b>7.790,0</b>	<b>8.676,9</b>	<b>886,9</b>

(explicando el 14,4% del aumento en la recaudación tributaria anual). De este incremento, los derechos de exportación aportaron el 84,2%. En este sentido es de enfatizar que el peso de este impuesto (clasificado dentro de los no tradicionales) declinó su importancia relativa frente a lo recaudado por Derechos a la Importación en forma continua durante el transcurso de 2003.

En cuanto a la seguridad social, se destaca el efecto directo del incremento de cotizantes y de la suba del salario imponible

sobre lo ingresado por Aportes y Contribuciones a la Seguridad Social. Esta partida impactó sobre el último trimestre de 2003 en forma positiva, incrementando la recaudación total en 14,2%, lo que es equivalente a un adicional de \$ 684 [m1] millones en relación con el mismo trimestre de 2002.

En contraposición al incremento de ingresos, la deducción de deuda con el sector exportador por créditos del IVA redujo en parte el acrecentamiento de la recaudación tributaria alcanzada hacia fines de 2003.

**CUADRO 6.3****Aporte de los distintos rubros sobre el crecimiento interanual de la recaudación total***En % del crecimiento total*

	<b>I 2003 vs. I 2002</b>	<b>2003 vs. 2002</b>	<b>I 2004 vs. I 2003</b>
<b>IVA NETO</b>	<b>22,5</b>	<b>25,5</b>	<b>48,2</b>
<b>GANANCIAS</b>	<b>21,8</b>	<b>30,6</b>	<b>17,8</b>
Ganancias	20,8	26,8	13,8
Ganancia mínima presunta	1,0	3,8	4,1
<b>IMPUESTOS "NO TRADICIONALES"</b>	<b>40,7</b>	<b>24,0</b>	<b>6,7</b>
Impuesto al Cheque	6,3	4,8	7,9
Derechos s/ exportación	34,4	19,2	-1,1
<b>SEGURIDAD SOCIAL</b>	<b>9,4</b>	<b>6,8</b>	<b>14,1</b>
<b>OTROS</b>	<b>6,6</b>	<b>13,1</b>	<b>13,2</b>
<b><i>Crecimiento absoluto de la Recaudación Total</i></b>	<b>5.589</b>	<b>21.799</b>	<b>5.055</b>
<i>(en millones de pesos)</i>			



## CUADRO 6.4

Recaudación tributaria total  
En millones de Pesos

	IV-02	IV-03	2002	2003	Variación IV-03 / IV-02		Variación 2003 / 2002	
					Millones \$	%	Millones \$	%
<b>I - DGI (Excl. Sist. Seg. Soc.)</b>								
<b>Ganancias</b>	<b>2.897,6</b>	<b>3.783,2</b>	<b>8.919,3</b>	<b>14.750,8</b>	<b>885,6</b>	<b>30,6%</b>	<b>5.831,5</b>	<b>65,4%</b>
<b>IVA</b>	<b>3.778,3</b>	<b>5.654,9</b>	<b>14.020,0</b>	<b>19.578,9</b>	<b>1.876,6</b>	<b>49,7%</b>	<b>5.558,9</b>	<b>39,7%</b>
Nacional	3.742,0	4.222,6	12.978,0	16.137,6	480,6	12,8%	3.159,6	24,3%
Importaciones	1.513,0	2.828,5	4.787,0	8.654,5	1.315,5	86,9%	3.867,5	80,8%
<b>Bruto</b>	<b>5.255,0</b>	<b>7.051,1</b>	<b>17.765,0</b>	<b>24.792,1</b>	<b>1.796,1</b>	<b>34,2%</b>	<b>7.027,1</b>	<b>39,6%</b>
Devoluciones (-)	1.106,0	1.200,9	2.910,0	4.339,9	94,9	8,6%	1.429,9	49,1%
Distribución Facilidades de Pago	91,0	154,9	387,0	493,9	63,9	70,2%	106,9	27,6%
<b>Total Neto</b>	<b>4.240,0</b>	<b>6.005,1</b>	<b>15.242,0</b>	<b>20.946,1</b>	<b>1.765,1</b>	<b>41,6%</b>	<b>5.704,1</b>	<b>37,4%</b>
<b>Reintegros (-)</b>	<b>461,7</b>	<b>350,2</b>	<b>1.222,0</b>	<b>1.367,2</b>	<b>-111,5</b>	<b>-24,1%</b>	<b>145,2</b>	<b>11,9%</b>
<b>Internos</b>	<b>483,0</b>	<b>665,2</b>	<b>1.715,4</b>	<b>2.223,0</b>	<b>182,2</b>	<b>37,7%</b>	<b>507,6</b>	<b>29,6%</b>
Premios de juegos	6,5	12,5	47,0	47,2	6,0	92,3%	0,2	0,4%
Transf. inmuebles	14,2	19,4	46,9	66,1	5,2	36,5%	19,2	40,9%
Ganancia mínima presunta	147,7	372,0	534,5	1.362,9	224,3	151,9%	828,4	155,0%
Intereses pagados	0,5	0,0	57,5	0,5	-0,5	-100,0%	-57,0	-99,1%
Otros coparticipados	14,2	20,5	54,5	70,2	6,3	44,5%	15,7	28,8%
Sellos	12,0	6,5	39,7	31,3	-5,5	-46,2%	-8,4	-21,3%
Bienes Personales	148,9	290,5	523,6	1.602,7	141,6	95,1%	1.079,1	206,1%
Créditos y Débitos en Cta. Cte.	1.319,5	1.634,8	4.857,3	5.900,2	315,3	23,9%	1.042,9	21,5%
Combustibles y gas	1.280,2	1.393,8	4.399,8	4.973,1	113,6	8,9%	573,3	13,0%
Internos Seguros	2,8	1,8	51,2	1,8	-1,0	-34,0%	-49,4	-96,4%
Otros impuestos (1)	206,2	192,2	671,6	691,9	-14,0	-6,8%	20,3	3,0%
<b>Total DGI (excl. Sist. Seg. Soc.)</b>	<b>10.311,4</b>	<b>14.047,5</b>	<b>35.964,8</b>	<b>51.301,6</b>	<b>3.736,1</b>	<b>36,2%</b>	<b>15.336,8</b>	<b>42,6%</b>
<b>II - COMERCIO EXTERIOR</b>								
Der. Exportación	1.754,1	2.257,0	5.021,6	9.211,9	502,9	28,7%	4.190,3	83,4%
Der. Importación	399,4	743,7	1.265,6	2.228,3	344,3	86,2%	962,7	76,1%
Tasa Estadística	12,9	17,8	41,9	60,5	4,9	37,8%	18,6	44,3%
Otros	0,1	-156,2	11,7	-195,8	-156,3		-207,5	
<b>Total Comercio Exterior</b>	<b>2.166,4</b>	<b>2.862,4</b>	<b>6.328,0</b>	<b>11.304,9</b>	<b>696,0</b>	<b>32,1%</b>	<b>4.976,9</b>	<b>78,6%</b>
<b>III - SEGURIDAD SOCIAL</b>								
Aportes Personales	877,6	1.266,7	3.564,1	4.692,3	389,1	44,3%	1.128,2	31,7%
Contribuciones Patronales	1.661,6	1.956,7	6.369,1	7.529,1	295,1	17,8%	1.160,0	18,2%
Otros Seguridad Social (2)	67,6	89,3	280,7	330,3	21,7	32,1%	49,6	17,7%
Capitalización (-)	472,1	783,2	1.918,6	2.724,4	311,1	65,9%	805,8	42,0%
Rezagos y Transitorios (-)	13,7	8,7	112,1	159,1	-5,0	-36,6%	47,0	41,9%
<b>Total Seguridad Social</b>	<b>2.120,9</b>	<b>2.520,8</b>	<b>8.183,2</b>	<b>9.668,4</b>	<b>399,9</b>	<b>18,9%</b>	<b>1.485,2</b>	<b>18,1%</b>
<b>TOTAL RECURSOS TRIBUTARIOS</b>	<b>14.598,7</b>	<b>19.430,6</b>	<b>50.476,0</b>	<b>72.274,8</b>	<b>4.831,9</b>	<b>33,1%</b>	<b>21.798,8</b>	<b>43,2%</b>

(1) Entradas de Cine, Recargo al Consumo de Gas, Facilidades de 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 Hacienda - Ministerio de Economía

Como se mencionó previamente, se observa un cambio cualitativo en cuanto a los impuestos que dieron dinamismo al crecimiento de la recaudación en el último año (Cuadro 6.3). En primer lugar se observa que la contribución del IVA sobre el crecimiento interanual de la recaudación total describe una evolución creciente respecto de los demás tributos, aportando el

25,5% al crecimiento del 2003, mientras que en lo que va de 2004 el aporte del IVA al crecimiento respecto del primer trimestre del año previo fue del 48,2%.

En tanto, el aporte realizado por los impuestos que se concentran bajo la clasificación de "no tradicionales" fue perdiendo

peso de forma llamativa en el transcurso del último año. Este hecho se refleja en el cambio de la posición ocupada en el rango de participación de los tributos seleccionados sobre el incremento de lo recaudado. Los mismos comienzan representando el mayor de los aportes (40,7% del crecimiento interanual del primer trimestre de 2003) y luego caen de forma tal que un año después pasan a ocupar el último lugar en la incidencia.

En cuanto al aporte al crecimiento realizado por Ganancias, se identifica dentro de este rubro un importante incremento en la participación de Ganancia Mínima Presunta, que de aportar un 1% pasa a explicar más del 4% del crecimiento evidenciado en la recaudación del primer trimestre de 2004.

Por último, Seguridad Social también observa un salto en cuanto a factor explicativo del incremento de lo recaudado, representando el 14,1% del incremento interanual correspondiente al último dato de recaudación (primer trimestre de 2004).

### II.1 Ingresos Tributarios<sup>3</sup>

En el cuarto trimestre de 2003 la recaudación tributaria creció 33,1% en comparación con el mismo período de 2002 y 4% con relación a la del trimestre anterior. Cabe apreciar que éste es el sexto trimestre consecutivo en presentar tasas de variación interanuales positivas. Tal evolución es el resultado del efecto neto de diversos factores. Inciden a favor los vencimientos que tuvieron lugar en el cuarto trimestre en los impuestos directos más importantes, la imputación de pagos efectuados en períodos anteriores y el aumento de la remuneración imponible para la seguridad social. En sentido negativo afectaron el pago de la mitad del sueldo anual complementario en el mes de diciembre,

el ingreso del impuesto a los bienes personales por parte de las empresas y la disminución de alrededor de 19% del tipo de cambio nominal, que atenuó el crecimiento de las exportaciones y por ende de los correspondientes pagos de derechos.

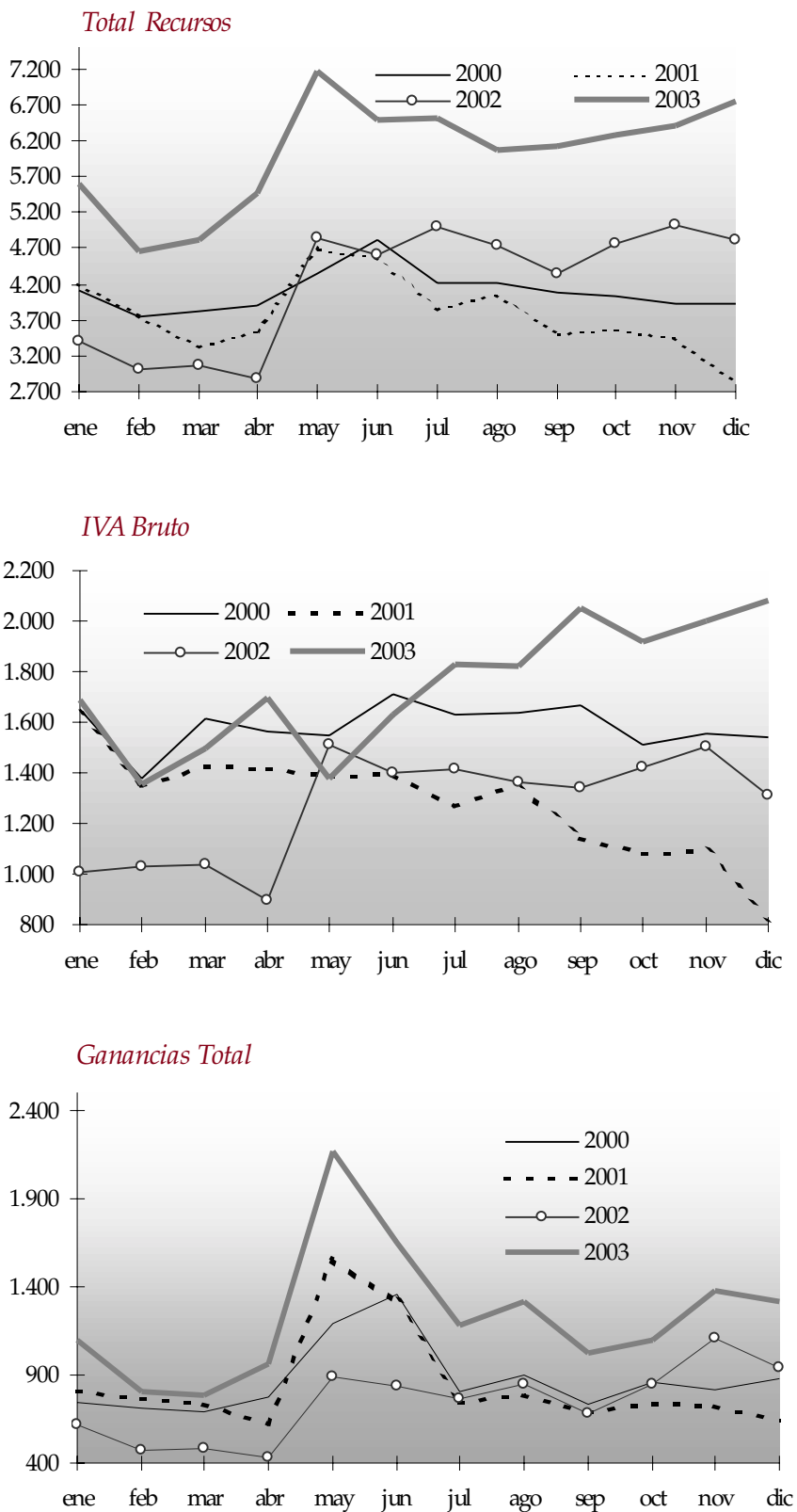
La recaudación neta del impuesto al valor agregado en 2003 evidenció un aumento de \$ 5.704,1 millones (neto de reintegros), o sea de 37,4% con respecto al año anterior. El incremento interanual en el cuarto trimestre fue de 41,6%, suba que puede explicarse por la considerable mejora en el cumplimiento del pago del impuesto, el cual se presume a partir del continuo crecimiento de su recaudación a tasas muy superiores a las del consumo. También el mayor impulso de la actividad económica y el fuerte crecimiento de las importaciones en dólares (las mismas registraron un aumento de 74,5% con relación al mismo trimestre del año anterior) dieron adicional impulso a la recaudación de este tributo. En menor medida aportaron al crecimiento las imputaciones de pagos efectuados en períodos anteriores, como las importaciones realizadas con Lecops y Patacones, que no habían sido registradas por cuestiones de índole administrativa. Estos efectos fueron parcialmente compensados por la caída registrada en el tipo de cambio nominal y por el aumento de las devoluciones a los exportadores y la mayor proporción de pagos realizados en forma no bancaria.

Por otro lado, el incremento de los precios (3,7% con relación al cuarto trimestre del 2002) afectó la recaudación real del IVA, pero aun en términos reales no se llegó a revertir el signo ni la significativa magnitud de la variación.

La recaudación del impuesto a las ganancias subió 65,4% en la comparación anual entre 2003 y 2002 y 30,6% en el cuarto trimestre con relación a la de igual período del año 2002. La

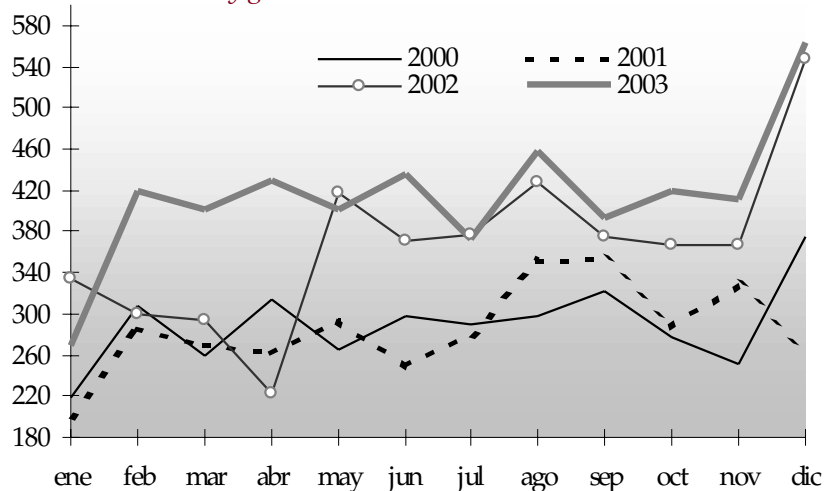
<sup>3</sup> Parte del siguiente texto se basa en análisis efectuados por la Dirección Nacional de Investigación y Análisis Fiscal, de la Secretaría de Hacienda, publicados en el Informe sobre Recaudación Tributaria del año y del cuarto trimestre de 2003. Los valores de recursos tributarios expuestos en esta sección corresponden a lo recaudado por la Administración General de Ingresos Públicos, por lo que difieren ligeramente de los expuestos anteriormente en el Cuadro 6.1. Por caso, no se contabilizan, por no ser recaudados por la AFIP, el Fondo Especial del Tabaco, los fondos de energía eléctrica, el Impuesto sobre Pasajes Aéreos, las cajas previsionales de las Fuerzas Armadas y de Seguridad y las Asignaciones Familiares.

**GRAFICO 6.3**  
Evolución de la recaudación tributaria  
En millones de pesos

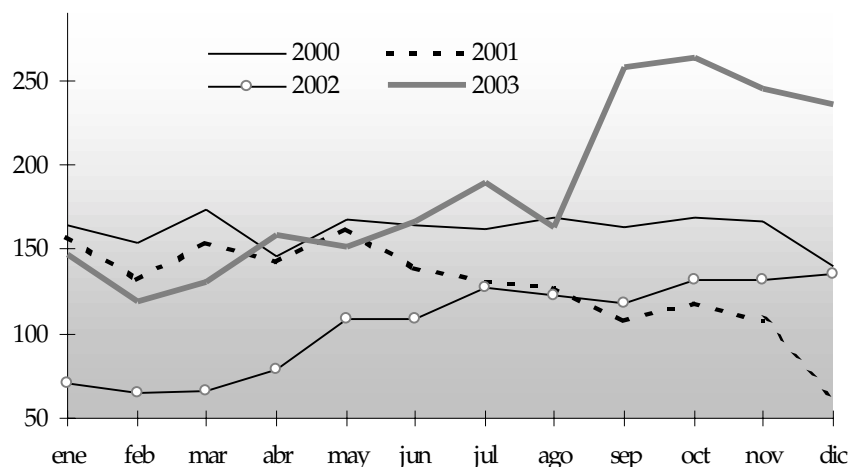


**GRAFICO 6.3 (Cont. 1)**  
 Evolución de la recaudación tributaria  
 En millones de pesos

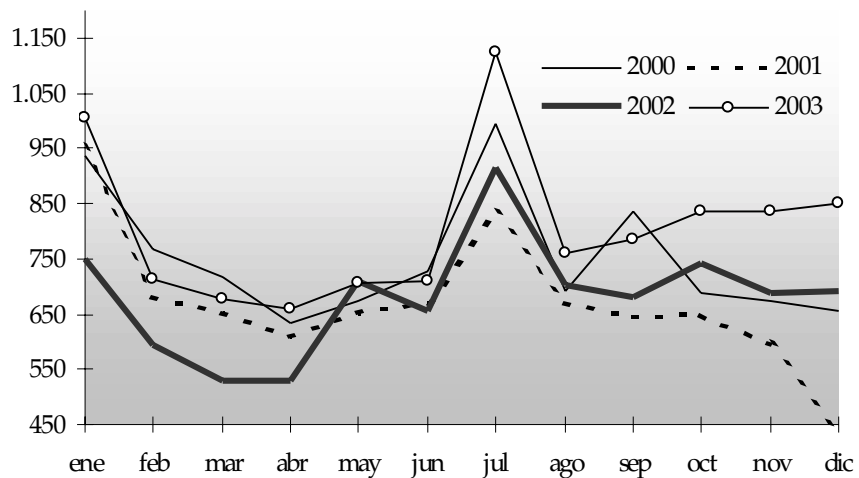
*Combustibles y gas*



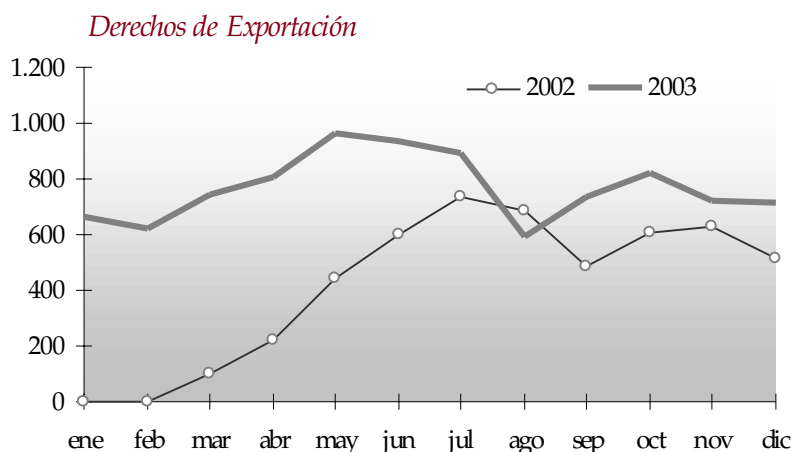
*Derechos de importación*



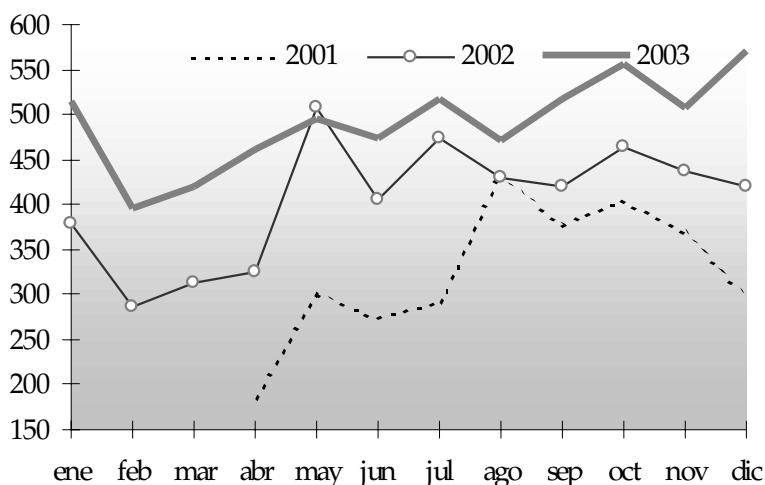
*Sistema de seguridad social*



**GRAFICO 6.3 (Cont. 2)**  
 Evolución de la recaudación tributaria  
 En millones de pesos



*Impuesto a los Débitos y Créditos en Cta. Cte.*



formidable diferencia entre estos crecimientos se debe a que el primer semestre del año 2002 se vio fuertemente afectado por la crisis que enfrentaba la Argentina y, en consecuencia, la base de comparación correspondiente a ese período resultó muy baja, produciendo variaciones exageradamente positivas que fueron estabilizándose hacia niveles más moderados, si bien igualmente elevados. La suba registrada en la recaudación del último trimestre del año está relacionada, principalmente, con los mayores ingresos en concepto de anticipos<sup>4</sup>, pagados tanto por las

sociedades como por las personas físicas. Estos aumentos se originaron en el incremento de las ganancias de las empresas que se vieron favorecidas por el cambio de los precios relativos producido por la devaluación de la moneda. En el mismo sentido actuaron el crecimiento de los ingresos provenientes de los regímenes de retenciones y percepciones (originado en el incremento de la actividad económica y de los precios) y de los pagos fuera de término durante este período. Estos efectos fueron parcialmente compensados por la mayor proporción de pagos

<sup>4</sup> Que se originó en el incremento del impuesto determinado en el período fiscal 2002.

no bancarios y los menores saldos de las declaraciones juradas de las empresas.

Con relación a la recaudación de derechos de exportación, el incremento de 28,7% interanual en el cuarto trimestre se atribuye, fundamentalmente, al incremento del 14% de las exportaciones, a cuestiones de índole administrativa (principalmente, por la imputación de transacciones realizadas en cuasimonedas que no habían sido registradas en su momento) y a modificaciones introducidas en el sistema de determinación e ingreso de los derechos para los productos agrícolas, que habían provocado la pérdida de recaudación producida en el cuarto trimestre de 2002. Por otro lado, el incremento en la recaudación de este concepto se vio atenuado por la disminución de alrededor del 19% del tipo de cambio nominal.

La recaudación de los impuestos internos coparticipados registró en el cuarto trimestre de 2003 un aumento de 37,7% respecto de la de igual período del año 2002. La variación responde, principalmente, a la mayor recaudación del impuesto a los cigarrillos (31,1%), derivada de los incrementos de los precios y las ventas de paquetes. Contribuyeron, en igual sentido, los sustantivos aumentos registrados en las ventas y en las importaciones del resto de productos gravados y, en menor medida, las modificaciones de algunas alícuotas<sup>5</sup>.

Durante el cuarto trimestre de 2003 la recaudación del impuesto a la ganancia mínima presunta aumentó 151,9% respecto de la del mismo período del año 2002. Este importante incremento en los ingresos se vincula con la incorporación de contribuyentes que el año anterior pagaban el impuesto a las

Ganancias, y que debido a las pérdidas o bajos niveles de beneficios registrados durante el período fiscal de 2002 dieron lugar a que muchas sociedades comenzaran a abonar el impuesto a la ganancia mínima presunta y con la finalización de los planes de Competitividad<sup>6</sup>.

El monto recaudado por el impuesto a los bienes personales registró una significativa suba de 95,2% con relación a igual trimestre de 2002. Tal incremento se relaciona con la suba de los precios de algunos de los activos gravados y con la actualización del monto mínimo exento. En igual sentido actuó un mayor ingreso por pagos fuera de término.

Respecto de la recaudación del impuesto a los débitos y créditos en cuenta corriente, la misma se incrementó en 23,9% como consecuencia del aumento en las transacciones bancarias gravadas, que subieron junto con el crecimiento de la economía. También es de mencionar que debido al rescate de las cuasimonedas debieron sustituirse transacciones que antes se hacían a través de este medio de pago por otro que es alcanzado por este impuesto. Asimismo, la recaudación de diciembre de 2002 no contempla unos \$ 40 millones en virtud de un corrimiento de ingresos hacia enero de 2003, con lo cual el período de referencia contiene una masa menor que la que debiera haber sido.

Los aportes y contribuciones a la seguridad social registraron un crecimiento de 18,9% respecto de igual trimestre del año anterior, explicado, por un lado, por la mejora en el nivel de cumplimiento y aumento del empleo formal, lo cual se refleja en un incremento de la cantidad de cotizantes<sup>7</sup>. Por el otro lado, el salario imponible también observó subas de nivel<sup>8</sup> que ayuda-

<sup>5</sup> Desde el 1° de enero de 2003 rigen alícuotas más elevadas para algunas bebidas alcohólicas y analcohólicas y se eliminó el monto mínimo de ventas gravado de \$ 300 para los objetos suntuarios.

<sup>6</sup> Las sociedades incluidas en dichos convenios gozaron del beneficio de exención del impuesto para los ejercicios cerrados hasta el 31/03/2003.

<sup>7</sup> La cantidad de cotizantes dependientes fue 12,1% superior a la de igual trimestre del año anterior; mientras que la de autónomos creció en un 26,6% en igual período.

<sup>8</sup> El aumento se debió, en parte, a la restitución de la reducción del 13% sobre las remuneraciones del personal del Sector Público Nacional devengadas a partir del 1° de enero de 2003 y a la incorporación gradual en el salario imponible del sector privado de la suma no remunerativa de \$ 224 en 8 cuotas iguales y consecutivas de \$ 28 con efecto en la recaudación desde el mes de agosto de 2003. Hasta ese mes, la asignación no remunerativa, establecida a partir del 1° de julio de 2002 en \$ 100 y elevada gradualmente a \$ 200 mensuales, sólo afectaba el cálculo de los aportes y contribuciones correspondientes al INSSJyP.

ron a la expansión de este rubro. En el mismo sentido actuó una mayor distribución de facilidades de pago, debido a que desde el mes de julio de 2003 vienen ingresando sumas por aportes y contribuciones correspondientes al Régimen de Asistencia Financiera<sup>9</sup>.

Con respecto a igual trimestre del año 2002, la recaudación de los diversos impuestos sobre combustibles creció un 6% en el cuarto trimestre de 2003. Este incremento puede explicarse por los aumentos que verificaron las ventas gravadas de nafta y gasoil (éstas presentaron un incremento interanual de 6% y 29,4% respectivamente). Por otro lado el alza del precio del gasoil<sup>10</sup> también aportó a la suba de la recaudación por este concepto.

Los ingresos generados por los derechos de importación registraron nuevamente un importante aumento del orden del 86,2% interanual, sosteniendo la tendencia que se venía observando. El incremento se explica en la fuerte suba de las importaciones, que crecieron 75,5% con respecto al mismo trimestre del año anterior. Asimismo, aportaron en menor medida al crecimiento una suba en el arancel promedio<sup>11</sup> e imputaciones que por cuestiones administrativas no se habían registrado en su momento. Estos efectos se vieron atenuados por una caída del tipo de cambio nominal de alrededor del 19%.

### *II.2 La performance en Enero y Febrero de 2004*

La recaudación impositiva durante los meses de enero y febrero de 2004 alcanzó los \$ 13.520,3 millones, con un incremento interanual del 32%. En esta evolución fue determinante el aumento en la recaudación del IVA (\$ 4.643,3 millones, con un crecimiento del 53% con relación al mismo período del año

anterior). El motor de este crecimiento se encuentra en la mayor actividad económica y en una menor evasión por parte del contribuyente. También es de destacar la performance del impuesto a las Ganancias, por representar a más del 17% del total recaudado en el período y registrar un incremento de 23% en relación al año anterior. A pesar de no ponderar con la misma importancia, es de destacar la recaudación por ganancia mínima presunta, ya que ha visto incrementar su recaudación en 145% con respecto al primer bimestre de 2003.

En cuanto a los impuestos vinculados al comercio exterior, la recaudación por derechos de exportación cayó aproximadamente 1%, es decir que acumuló a febrero unos \$ 1.265,3 millones, cifra que, a pesar de ser levemente menor a la de un año atrás, representa un 9,4% del total de recursos tributarios. Asimismo, se registraron aumentos en lo recaudado por derechos de importación, superando en un 57% el acumulado entre enero y febrero del 2003. Este último hecho es consecuencia directa de la reactivación, que exigió mayores compras al exterior.

Otros rubros no menos importantes que intervinieron en la suba de los ingresos tributarios fueron los relacionados al sistema de seguridad social, donde los aportes patronales se incrementaron un 52%, acumulando entre enero y febrero unos \$ 1.105,3 millones. También se destaca el incremento en contribuciones patronales, que superaron en 28% las recaudadas en el mismo período del año anterior. Este resultado es consecuencia de la mayor nómina de cotizantes que se registraron tras el aumento del empleo y por incrementos en el salario imponible (la restitución efectiva del 13% a los empleados públicos y el incremento de \$ 200 en los salarios del sector privado).

Del mismo modo, se destaca la performance del impuesto a los bienes personales, que sumó \$ 140,5 millones. Este resultado

<sup>9</sup> Resolución Conjunta AFIP/INARSS 1276-8/2002.

<sup>10</sup> Desde 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>11</sup> Debido fundamentalmente a cambios en la composición de las importaciones.

implica que la recaudación de este concepto presentó un incremento interanual del 70%. Asimismo, los ingresos por el impuesto a los créditos y débitos en cuentas corrientes bancarias acumularon \$ 1.121,3 millones, subiendo en este caso un 23% interanual.

### III. Gastos del Sector Público Nacional No Financiero

Los gastos totales continuaron revelando crecimiento. Entre octubre y diciembre de 2003 totalizaron \$ 20.836 millones, con lo que se registró un incremento interanual de \$ 4.399,7 millones. Los gastos corrientes del SPNNF alcanzaron \$ 20.093,8 millones a fines del cuarto trimestre, o sea 26,7% por encima de los efectuados en el mismo período del año anterior (ver Cuadro 6.1). La composición de este rubro no evidenció cambios significativos, aunque la caída interanual de 14,2% en los gastos por el pago de intereses de deuda externa se hizo notar, cayendo su representatividad en los gastos corrientes de 8,8% en el cuarto trimestre de 2002 a 5,4% en el último trimestre de 2003.

En el aumento interanual de los gastos corrientes se destaca el aumento de \$ 2.292,3 millones en las transferencias corrientes. A su vez, son los pagos en concepto de transferencias a las provincias la principal causa de tal acrecentamiento, ya que éstas estarían causando el 78,3% del incremento de las transferencias corrientes (en particular, por la transferencia de los recursos coparticipados).

Este significativo resultado se debe a las modificaciones tributarias introducidas en el último período, que se cristalizaron en los montos transferidos hacia las provincias, como fueron la mayor afectación de la recaudación generada por el impuesto a las Ganancias, la atención de los Programas FONAVI y Recursos Hídricos, el aumento en la asistencia a la Ciudad Autónoma de

Buenos Aires (Decreto N° 705/2003) y las erogaciones destinadas al Fondo Nacional de Incentivo Docente, entre otros. En sentido contrario obraron las menores transferencias por el Acuerdo Nación-Provincias y por el Programa Alimentario, si bien no llegaron a compensar los flujos positivos.

Se debe notar también que las transferencias al sector privado se vieron incrementadas por el pago extraordinario en diciembre de 2003 de \$ 135,4 millones a los beneficiarios del Programa de Jefes y Jefas de Hogar.

El otro gran rubro que acrecentó su gasto fue Prestaciones a la Seguridad Social, haciéndolo en \$ 1.481,6 millones, y superando así en 35,4% a lo egresado por este concepto en el último trimestre del año anterior. Es de subrayar que esta partida, si bien mantiene crecimientos interanuales absolutos desde el segundo trimestre de 2002, advierte un gran impulso en el último trimestre de 2003. Sin embargo ello encuentra origen en diversas decisiones pertinentes a la política social a fin de darle prioridad a los sectores más postergados de la población. Varios factores reflejan estas políticas, y entre los principales de ellos se cuenta el aumento del haber mínimo en las jubilaciones y pensiones y la incorporación al salario de las Fuerzas Armadas y de Seguridad del coeficiente por inestabilidad de residencia y suma fija, con impacto en el personal retirado de dichas Fuerzas. Además, debe tenerse en cuenta la incidencia de estos cambios sobre el aguinaldo pagado en el período.

Los egresos por Consumo y Operación contribuyeron al aumento del gasto total en \$ 580,9 millones, dentro del cual prevalece fundamentalmente la suba de \$ 439,2 millones en el rubro remuneraciones. Tal alza en los gastos de consumo y operación, a pesar de un continuo incremento por lo menos durante el último año, no repercutió sobre su participación histórica en el total de gastos, que ronda entre los 15 y 16 puntos porcentuales. Este aumento encuentra buena parte de su origen en la restitución de la rebaja del 13%<sup>12</sup> a los empleados del sector

<sup>12</sup> Restitución de la reducción del 13% sobre las remuneraciones del personal del Sector Público Nacional devengadas a partir del 1° de enero de 2003.



## CUADRO 6.5

Serie de deuda del Sector Público Nacional  
En millones de U\$S

INSTRUMENTO	2003			
	31-03-03	31-06-03	31-09-03	31-12-03
<b>TOTAL DEUDA PUBLICA</b>	<b>161.327</b>	<b>169.011</b>	<b>171.292</b>	<b>178.821</b>
<b>I. MEDIANO Y LARGO PLAZO</b>	<b>145.004</b>	<b>147.114</b>	<b>147.165</b>	<b>148.279</b>
<b>TITULOS PUBLICOS</b>	<b>84.281</b>	<b>85.814</b>	<b>86.021</b>	<b>87.022</b>
- Moneda nacional	7.456	7.864	8.412	9.676
- Moneda extranjera	76.824	77.950	77.609	77.346
<b>PRESTAMOS</b>	<b>60.723</b>	<b>61.300</b>	<b>61.145</b>	<b>61.258</b>
<b>Préstamos Garantizados</b>	<b>13.993</b>	<b>14.492</b>	<b>13.962</b>	<b>14.100</b>
<b>Organismos Internacionales</b>	<b>31.210</b>	<b>31.156</b>	<b>32.002</b>	<b>32.118</b>
- FMI	14.661	14.999	15.033	15.463
- BIRF	7.923	8.106	8.071	7.683
- BID	8.599	8.026	8.874	8.946
- FONPLATA	22	21	20	22
- FIDA	4	4	4	3
<b>Organismos Oficiales</b>	<b>5.014</b>	<b>4.831</b>	<b>4.769</b>	<b>4.571</b>
- Club de París	1.840	1.789	1.825	1.811
- Otros bilaterales	3.173	3.042	2.944	2.761
<b>Deuda Garantizada - Decreto 1579/02 (BOGAR)</b>	<b>9.652</b>	<b>9.971</b>	<b>9.607</b>	<b>9.679</b>
<b>Banca Comercial</b>	<b>556</b>	<b>558</b>	<b>529</b>	<b>522</b>
<b>Otros Acreedores</b>	<b>298</b>	<b>292</b>	<b>276</b>	<b>267</b>
<b>II. CORTO PLAZO</b>	<b>999</b>	<b>1.849</b>	<b>1.987</b>	<b>2.526</b>
<b>Adelantos transitorios BCRA</b>	<b>999</b>	<b>1.849</b>	<b>1.987</b>	<b>2.526</b>
<b>III. ATRASOS</b>	<b>15.324</b>	<b>20.048</b>	<b>22.140</b>	<b>28.015</b>
Capital	9.491	12.612	13.791	18.041
Intereses	5.833	7.437	8.349	9.974

Fuente: Secretaría de Finanzas

público y la incorporación al salario de las Fuerzas Armadas y de Seguridad comentados en el párrafo anterior. Además, debe adicionarse la ponderación de cada uno de estos nuevos conceptos en el pago de aguinaldo. Otros conceptos que contribuyeron fueron el pago de aguinaldo (el año anterior sólo habían cobrado en diciembre los jubilados con haberes inferiores a \$ 450 mensuales) y el adelantamiento del cronograma de pagos

(anticipo a los primeros cinco grupos de beneficiarios) correspondiente a haberes prestacionales.

La evolución de los gastos de capital durante 2003 estuvo liderada por el constante crecimiento de la inversión real directa. La misma se incrementó de un año a otro en 198,3%, destacándose la progresiva participación sobre el total de gastos de capital

(que pasó de 13,2% a principios de 2003 a 34,5% hacia el final del año). Las transferencias de capital a provincias y municipios siguen siendo el componente con mayor peso, pero su representación cayó de 69,9% a 54,4% en la comparación interanual.

#### IV. Deuda pública a Diciembre de 2003

La deuda pública bruta al 31 de diciembre de 2003 alcanzó un saldo de U\$S 178.821 millones, con un incremento del 4,4% (U\$S 7.528 millones) con respecto al saldo a septiembre de 2003. Si se toma el stock sin atrasos se llega a fin de 2003 con una deuda de U\$S 150.805 millones.

Debido a que durante el año 2003 se realizaron numerosas operaciones que involucraron cambios en la composición y en los saldos de la deuda pública del Gobierno Nacional, resulta oportuno presentar la evolución histórica actualizada para todo 2003.

Entre los principales cambios que hicieron necesaria la revisión del saldo de la deuda pública del 2003, deben mencionarse los siguientes:

a) La colocación de Boden 2013 y Operaciones de Conversión de Moneda de Origen (OCMO) en consonancia con el programa de saneamiento del Sistema Financiero, según hayan optado los ahorristas del sistema bancario que tenían depósitos reprogramados como consecuencia de la crisis bancaria de fines de 2002 y principios de 2002. El OCMO es un pasivo contingente del Tesoro valuado a fin del período por la diferencia entre el tipo de cambio del Dólar libre menos \$ 1,40 ajustado por el CER.

b) La emisión de Boden 2008 para restituir el valor de los

#### CUADRO 6.6

Flujos y Variaciones de la Deuda del Sector Público Nacional en el año 2003  
En millones de U\$S

<b>STOCK AL 31-12-2002</b>	<b>137.320</b>
Ajustes al inicio	15.661
<b>I- STOCK AJUSTADO AL 31-12-2002</b>	<b>152.981</b>
a) Variaciones del período (1)-(2)	6.517
(1) Incrementos, ajustes y capitalizaciones	23.630
(2) Bajas, ajustes y amortizaciones	17.113
b) Tipo de cambio y CER	14.653
<b>SUB-TOTAL VARIACIONES (a+b)</b>	<b>21.169</b>
Atrasos de interés del período	4.670
<b>II- TOTAL VARIACIONES DEL PERIODO</b>	<b>25.840</b>
<b>STOCK AL 31-12-2003 ( I + II )</b>	<b>178.821</b>
<b>Activos financieros</b>	<b>20.893</b>
<b>STOCK NETO AL 31-12-2003</b>	<b>157.927</b>

(\*) Operaciones en U\$S valuados a la fecha de registro.

Fuente: Secretaría de Finanzas

descuentos del 13% efectuados sobre los salarios de los empleados públicos.

c) La colocación de Boden 2011 y 2013 para financiar el Programa de Unificación Monetaria, que tiene como fin el rescate de las monedas provinciales (cabe mencionar que si bien esta colocación es un pasivo del Tesoro genera un derecho de cobro a las provincias rescatadas).

d) La conversión de deuda pública provincial (Decreto N° 1579/02), emitiéndose a tal fin Bonos Garantizados por el Tesoro ó BOGAR (al igual que el caso anterior, éstos generan un derecho de cobro para el Tesoro).

e) La reversión del canje de bonos por Préstamos Garantizados, para aquellos tenedores que no hubieran firmado la Carta de Aceptación (Decreto N° 530/03).

Asimismo, por el lado de los activos financieros del Tesoro Na-

**CUADRO 6.7**

**Flujos y Variaciones de la Deuda del Sector Público Nacional en el cuarto trimestre de 2003**  
En millones de U\$S

<b>STOCK AL 30-09-2003</b>	<b>169.616</b>
<b>AJUSTES AL INICIO</b>	<b>1.676</b>
Conversión de deuda pública provincial - Dto. 1579/02	866
Redenominación de Bonos con clausula dólar	476
Otras operaciones y ajustes	333
<b>I- STOCK AJUSTADO AL 30-09-2003</b>	<b>171.292</b>
<b>INCREMENTOS (1)</b>	<b>4.395</b>
Bocones	313
Bodenes (*)	1.095
Bilaterales	29
Multilaterales	1.389
Pagaré del Gobierno Nacional - Decreto 1383/03	326
Adelantos transitorios del BCRA	1.235
Otros desembolsos y ajustes	8
<b>BAJAS (2)</b>	<b>3.211</b>
Bonos y Letes - Medidas cautelares y excepciones	39
Bonos aplicados como Certificado de Crédito Fiscal	232
Boden 2012 - Construcción y vivienda - Automotores - Otros	139
Bilaterales	25
Multilaterales	2.077
Adelantos transitorios del BCRA	694
Otros préstamos - Amortizaciones	6
<b>a) VARIACIONES DEL PERIODO (1)-(2)</b>	<b>1.184</b>
<b>b) AJUSTES DE VALUACION</b>	<b>5.113</b>
Tipo de Cambio	3.702
Incremento de la deuda por el CER	320
Capitalización de Bonos Globales 2018, 2031 y PG	1.092
<b>A) SUB-TOTAL VARIACIONES (a+b)</b>	<b>6.297</b>
B) Atrasos de interés del periodo	1.231
<b>II- TOTAL VARIACIONES DEL PERIODO (A+B)</b>	<b>7.528</b>
<b>STOCK AL 31-12-2003 (1 + II)</b>	<b>178.821</b>
<b>Activos financieros</b>	<b>20.893</b>
<b>STOCK NETO AL 31-12-2003</b>	<b>157.927</b>

(\*) *Boden 2013, Boden 2008, Boden 2012 y Boden 2011*

Fuente: Secretaría de Finanzas

cional se han incorporado nuevas categorías y cambios metodológicos. Entre las principales incorporaciones se cuentan los activos originados por los programas de saneamiento a las provincias y al sistema financiero que generan derecho actual o futuro del Tesoro Nacional.

Al analizar la estructura de los componentes de la deuda pública no se observan grandes variaciones en composición durante el año 2003. El rubro Títulos Públicos mantiene una pondera-

ción cercana al 50% del total, y el de préstamos de organismos internacionales ronda una participación ligeramente inferior al 20% en cada uno de los trimestres del año.

Se destaca la mayor relevancia que protagonizaron hacia fines de 2003 la deuda correspondiente a atrasos. Los mismos comenzaron el año con una representación del 9%, y la aumentaron hasta alcanzar el 16%, lo que es equivalente a U\$S 28.015 millones. De ellos, US\$ 18.041 millones corresponden a vencimientos de cuotas de capital y U\$S 9.974 millones a intereses impagos.

Al analizar los flujos de saldos entre 2002 y 2003, se evidencia un incremento en el stock de deuda de U\$S 41.501 millones, donde el 35% de esta variación se explica por el incremento de deuda por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) y por variaciones en el Tipo de Cambio. Por otro lado se realizaron importantes ajustes al inicio del período que llegaron a representar poco más del 37% de la variación interanual de la deuda pública.

A principios del cuarto trimestre de 2003 se contaba con un stock de deuda de U\$S 169.616 millones, los cuales se ajustaron en U\$S 1.676 millones por la emisión de Bonos Provinciales garantizados por el Tesoro Nacional y por Bonos Globales que, dado el nuevo criterio adoptado a fines de su exposición, se los ha valuado en dólares a pesar de que esta opción de valuación la ejerza en forma voluntaria el tenedor.

Entre los incrementos más relevantes se cuentan los desembolsos realizados por el BCRA, que superaron en U\$S 541 millones los pagos recibidos por esa Institución. En cambio disminuyó en términos netos el crédito público con Organismos Multilaterales, ya que el pago en concepto de amortizaciones a estos organismos superó al crédito en U\$S 688 millones de dólares.

También fue relevante, entre los incrementos de deuda, la emi-

si3n de Boden. La colocaci3n de los mismos se destin3 a financiar el Programa de Unificaci3n Monetaria (rescate de cuasimonedas), a la restituci3n del 13% a los empleados del sector p3blico, al canje de Boden 2012 en d3lares por Boden Pagare 2012, y los Boden 2013 destinados a los titulares de dep3sitos reprogramados.

Adem3s, durante el 3ltimo per3odo se rescataron Bonos aplicados como Certificado de Cr3dito Fiscal por un total de 232,4 millones de d3lares, y se dieron de baja Boden 2012 (Construcci3n vivienda - Automotores y otros) por U\$S 138,8 millones.

El stock de deuda hacia el final del trimestre fue ajustado por un

total de U\$S 5.113 millones por variaciones en la valuaci3n. El 72% de los ajustes se debe al tipo de cambio. Este importante aporte se explica por atrasos, y en particular por la revaluaci3n del euro, que de 0.8581 euros por d3lar pas3 a cotizar a 0,7945 hacia fines de diciembre de 2003. Esta importante oscilaci3n, sumada al hecho de que la deuda en euros representa el 23% del total, explica el importante peso del concepto Tipo de Cambio en el total de ajustes de valuaci3n mencionado.

En los flujos se contabilizan los atrasos por vencimientos de intereses por U\$S 1.231 millones, pero en el stock se identifica por atrasos de capital un total de U\$S 3.791 millones en el 3ltimo trimestre de 2003.

# Mercado de Capitales

## I. Introducción

Durante la segunda mitad de 2003 prosiguió la recuperación del mercado de capitales argentino, y la tendencia se afirmó en el primer trimestre de 2004. El valor de las acciones cotizantes en el indicador Merval avanzó desde unos 760 puntos en Junio de 2003 hasta 1.030 puntos hacia finales del año, tras la firma del acuerdo de refinanciación de deuda con los organismos internacionales de crédito en Septiembre. Posteriormente el Merval continuó subiendo y superó la cota de los 1.200 puntos en Marzo, registrándose también un incremento de los volúmenes operados. Esta performance estuvo explicada por la baja de las tasas de interés locales, la estabilidad del tipo de cambio y la continuidad de la recuperación económica dentro de un marco de estabilidad de precios, todo lo cual contribuyó a mejorar los balances de las compañías. En Marzo la suba bursátil se extendió hasta 120% anual. La suba llega hasta 135% al medirla en dólares estadounidenses, lo cual sin embargo significó una parcial recuperación frente a las caídas previas de 2001 y 2002.

Cabe destacar no obstante que, en términos reales, la bolsa porteña ya ha superado los niveles promedio del año 2000. La mejora de los papeles privados coincidió con un sostenido avance del PIB real, que en el año 2003 creció 8,7% anual, y se incrementó 20,4% en términos nominales.

El contexto internacional fue favorable para América del Sur, y en particular para la Argentina. En 2003, con tasas de interés internacionales en sus niveles mínimos en casi 5 décadas y me-

jora en los términos del intercambio externo (que en el caso argentino alcanzaron sus máximos para las últimas 2 décadas), la salida de capitales de la región disminuyó marcadamente. En la Argentina la formación de activos en el exterior (neta de la inversión extranjera directa) cayó desde aproximadamente U\$S 11.000 millones en 2002 hasta U\$S 4.700 millones en 2003. Si en esa estimación no se computaran los intereses devengados por los depósitos constituidos en el exterior, la salida neta de capitales se habría reducido un 70% frente al año 2002.

Las principales monedas sudamericanas se revaluaron frente al dólar. A principios de Marzo el peso argentino había subido 9% anual, el real 19% y el peso chileno más del 20%. El crecimiento se recuperó en varios países de la región, en particular en Argentina, Chile y Uruguay. Una notable excepción fue el Brasil, cuyo PIB retrocedió 0,2%, su primer resultado negativo en una década.

En el cuarto trimestre de 2003 cayeron levemente los precios de los principales títulos públicos argentinos emitidos antes de 2001 (bonos Brady y Globales). Así, el riesgo soberano implícito en sus precios subió desde unos 5.000 puntos básicos en el tercer trimestre hasta 5.800 en el cuarto. La suba se produjo en Septiembre de 2003, cuando se conoció la propuesta de reestructuración de deuda del Gobierno Nacional. En Marzo de 2004 el indicador mostró nuevamente un nivel de 5.700 puntos básicos. Sin embargo, este índice ha perdido relevancia desde la suspensión de pagos de fines de 2001, y a partir de mediados de 2002 se ha separado de la evolución económica real, hoy

en franco ascenso. Por otra parte, las cotizaciones de las nuevas series de bonos emitidos a partir de 2002 (los BODEN 2005, 2007, 2008, 2012 y 2013), cuyo pago se desarrolla normalmente, reflejaron en sus precios un riesgo soberano mucho menor. Estos indicadores registraron un rango que en Marzo de 2004 iba desde unos 400 puntos básicos para las series 2007 y 2008 (las de menor plazo, denominadas en pesos) hasta 1.000 puntos para la serie 2012, de mayor plazo y en dólares. El total de BODEN emitidos para compensar a los ahorristas, bancos, empleados del Estado y jubilados se acercó a los U\$S 15.000 millones.

Hacia fines de 2003 prácticamente se completó el reemplazo de las bonos provinciales (o cuasimonedas), que se habían multiplicado en 2001 ante la restricción monetaria de los años finales de la Convertibilidad, incluyendo el total de los bonos nacionales (Lecop).

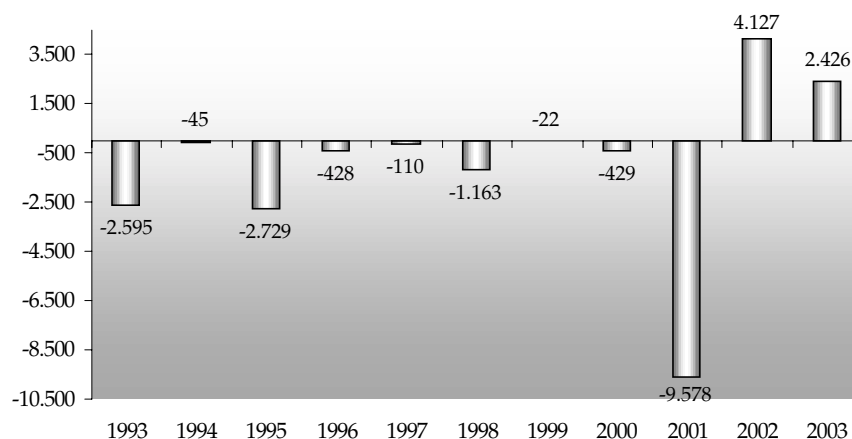
En otro orden, en Marzo de 2004 logró cerrarse nuevamente la negociación –correspondiente a la segunda revisión del acuerdo firmado en Septiembre de 2003- con los organismos internacionales de crédito, con objeto de refinanciar los vencimientos

de la deuda pública por los próximos 3 años. El superávit fiscal comprometido, equivalente al 3% del PIB sumando los esfuerzos de Nación y Provincias, se acordó sólo para el año 2004, si bien la política del Gobierno es mantener esa pauta para los años 2005 y 2006. Uno de los principales temas que volvieron a discutirse con el FMI fue la propuesta de negociación con los tenedores de bonos privados, cuyos primeros lineamientos fueron dados a conocer en Septiembre del año pasado, en la asamblea anual del organismo en la ciudad de Dubai, Emiratos Árabes.

Cabe destacar que en los dos años posteriores a la debacle económico-financiera de fines de 2001 el país acumuló pagos netos a los organismos internacionales de crédito por un total aproximado de U\$S 6.500 millones, aunque otros vencimientos pudieron ser prorrogados. Dichos pagos contrastaron con lo que había sido norma en los años anteriores (en particular en 2001), cuando Argentina fue receptor neto de fondos provenientes de esas instituciones (Gráfico 7.1).

La apreciación del peso frente al dólar, ocurrida básicamente durante la primera mitad de 2003, se detuvo en el segundo

**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.

semestre del año. Se consolidó así un nuevo modelo macroeconómico, netamente distinto del de los años de Convertibilidad, con nuevos precios relativos y cierta estabilidad del tipo de cambio nominal. Mientras tanto, el tipo de cambio real multilateral ha subido a niveles que son prácticamente el doble de los de la década del '90, influyendo tanto en la asignación sectorial de recursos como en las decisiones intertemporales de consumo e inversión. Las razones de la recuperación del peso fueron los superávits de cuenta corriente récord de 2002 y 2003, por un total acumulado de U\$S 17.500 millones, y la citada disminución de la salida de capitales. De esta forma, el balance de pagos mostró una ganancia de reservas internacionales de poco más de U\$S 3.600 millones en 2003, lo que hizo posible recuperar poco más del 80% de lo perdido en 2002.

La recuperación de reservas permitió normalizar la situación financiera, y se reflejó en un crecimiento de los depósitos del 37% durante 2003, junto con una fuerte baja de las tasas de interés pasivas -y también activas- a niveles incluso inferiores a los de la Convertibilidad. La baja de tasas coincidió con una inflación sensiblemente menor a la presupuestada el año pasado, de sólo 3,7% anual. También a fines de 2003 se detuvo la caída del crédito al sector privado, y el programa monetario del Banco Central prevé un importante crecimiento del mismo durante 2004, si bien partiendo desde niveles históricamente muy bajos.

En 2003 se incrementaron los montos licitados de las Letras a corto plazo (LEBAC) del Banco Central, un instrumento de la nueva política monetaria introducido en 2002, hasta superar un monto de \$ 10.500 millones. Hacia fines de 2003 hicieron su aparición las Notas a largo plazo (NOBAC), unas con ajuste de capital según el CER (tasa de inflación minorista) y otras sin ajuste, más tasa de interés fija, con plazos de hasta 3 años. Estos títulos, a la vez que señalaron una tasa de interés de referencia, funcionaron como herramienta de absorción de una base mo-

netaria que se expandió en el orden del 60% durante 2003. Las tasas de LEBAC de corto plazo disminuyeron a niveles inferiores a los de las tasas pasivas que el sistema financiero paga al público, incentivando colocaciones a mayores plazos e induciendo una generalizada caída de tasas en el sistema. El crecimiento de la actividad resultante provocó que la recaudación impositiva registrara sucesivos aumentos, que permitieron cumplir en exceso las metas de superávit primario comprometidas con el FMI.

El marco externo estuvo caracterizado por señales de reactivación económica y volatilidad bursátil en las economías de los países desarrollados, en un contexto político aún difícil por la tensa situación en Medio Oriente y los atentados terroristas. En los mercados de divisas, a principios de 2004 se detuvo la fuerte caída del dólar frente al euro, si bien continuaron siendo importantes los desequilibrios acumulados por la economía estadounidense. Hacia Marzo de 2004 las bolsas norteamericanas volvían a caer, después de la recuperación de mediados de 2003, no obstante haberse cerrado el año pasado un ejercicio récord para las ganancias corporativas.

En la segunda mitad de 2003 la Reserva Federal norteamericana decidió mantener inalterada la tasa de interés de corto plazo en sólo 1% anual, su mínimo nivel desde 1958. En su última reunión de Marzo de 2004 confirmó el mantenimiento de una política monetaria expansiva, ante señales todavía poco claras de reactivación, en particular en el mercado laboral. No obstante, la institución volvió a alertar sobre el nivel de déficit fiscal y anticipó la posibilidad de alguna suba para un futuro mediano.

En América Latina, la recuperación argentina y la política ortodoxa llevada a cabo por Brasil provocaron una caída de la volatilidad financiera en la región. En Marzo de 2004 el FMI desembolsó un nuevo tramo de la ayuda comprometida a Brasil en 2002 por U\$S 1.300 millones. La estrategia de los organismos

CUADRO 7.1

Indicadores de los Mercados de Capitales Internacionales

	Fin 1999	Fin 2000	Fin 2001	Fin 2002	Fin 2003	30-Ene-04	27-Feb-04	25-Mar-04
<b>Interbancarias</b>								
LIBO US\$ (6 meses)	6,13%	6,20%	1,96%	1,38%	1,22%	1,21%	1,17%	1,15%
LIBO EURO (6 meses)	3,52%	5,07%	3,25%	2,80%	2,16%	2,13%	2,04%	1,94%
LIBO YEN (6 meses)	0,230%	0,540%	0,100%	0,074%	0,071%	0,065%	0,065%	0,065%
<b>Tasas de Tesoro</b>								
EE.UU. 2 años	6,21%	5,10%	3,03%	1,60%	1,82%	1,82%	1,65%	1,50%
EE.UU. 10 años	6,37%	5,11%	5,05%	3,82%	4,25%	4,13%	3,97%	3,74%
EE.UU. 30 años	6,48%	5,46%	5,47%	4,78%	5,07%	4,96%	4,84%	4,69%
<b>Tipos de Cambio</b>								
EURO/US\$	0,99	1,06	1,12	0,95	0,79	0,81	0,81	0,82
YEN/US\$	102,47	114,84	131,40	118,69	106,92	105,68	109,00	106,14
FRANCO SUIZO/US\$	1,59	1,61	1,66	1,38	1,24	1,26	1,27	1,28
LIBRA ESTERLINA/US\$	0,62	0,67	0,69	0,62	0,56	0,55	0,54	0,55
ORO US\$/Oz Troy (Londres)	287,80	272,30	278,95	348,05	415,45	402,45	396,15	416,25
<b>Indices Bursátiles</b>								
Dow Jones (USA)	11.452,5	10.786,8	10.021,5	8.341,6	10.453,9	10.488,1	10.583,9	10.218,8
NIKKEI (Japón)	18.934,4	13.785,7	10.542,6	8.579,0	10.676,6	10.783,6	11.041,9	11.530,9
FTSE 100 (Reino Unido)	6.930,2	6.222,5	5.217,4	3.940,4	4.476,9	4.390,7	4.492,2	4.373,6
DAX (Alemania)	6.958,1	6.433,6	5.160,1	2.892,6	3.965,2	4.058,6	4.018,2	3.811,9
CAC 40 (Francia)	5.958,3	5.926,4	4.624,6	3.063,9	3.557,9	3.638,4	3.725,4	3.570,4
<b>Tipos de Cambio Latinoamericanos</b>								
Argentina	1,00	1,00	1,00	3,36	2,93	2,95	2,93	2,87
Brasil	1,81	1,95	2,31	3,54	2,89	2,93	2,91	2,94
México	9,48	9,62	9,16	10,45	11,36	11,10	11,08	11,04
<b>Indices Bursátiles Latinoamericanos (en moneda local)</b>								
MERVAL (Argentina)	550	417	295	525	1072	1141	1183	1243
BOVESPA (Brasil)	17.092	15.259	13.578	11.268	22.236	21.851	21.755	21.000
IPC (México)	7.130	5.652	6.372	6.127	8.795	9.429	9.992	10.345

Fuente: Oficina Nacional de Crédito Público

internacionales podría dar resultados en Brasil, pues la incertidumbre se disipó tras las fuertes subas de las tasas de interés de corto plazo y de la meta de superávit fiscal adoptadas por su gobierno. Como consecuencia, el riesgo soberano de Brasil se derrumbó hasta niveles de 550 puntos básicos en el primer trimestre de 2004. Sin embargo, el país pagó por ello un alto costo en términos de crecimiento en 2003, con una contracción del PIB de 0,2% (la primera caída en 11 años) y una suba del desempleo hasta 11,7%. Posteriormente Brasil inició una pau-

latina rebaja de tasas, política que aún continuaba al cierre de este Capítulo.

En Marzo los presidentes de la Argentina y el Brasil firmaron un acuerdo que contempla la posibilidad de una estrategia de negociación conjunta para las deudas de ambos países. Básicamente, la propuesta implicaría excluir del cálculo del gasto público a las inversiones en infraestructura, que han caído fuertemente en ambos países. También se contempla la posibilidad de



la firma de un convenio de integración comercial con la Unión Europea en 2004.

Otros países de la región también se recuperaron en 2003. Chile registró un crecimiento del 3,3% en el PIB, superando la performance de 2002. También en Uruguay se observó una ligera recuperación de la actividad en 2003. En Venezuela, que sufrió una severa recesión debido a la crisis política y la huelga petrolera de principios de 2003 (el PIB se contrajo 9% en el año), se anticipa para 2004 una fuerte recuperación. Recientemente el Banco Interamericano de Desarrollo pronosticó un crecimiento del 4% para la región en 2004, después del magro 1,5% con que se cerró 2003. Este avance sería liderado por Venezuela y Argentina, y en segundo término por Chile y Brasil.

En Europa la actividad económica se desaceleró durante 2003, con un débil crecimiento del PIB de sólo 0,5%. No obstante la moneda se fortaleció acentuadamente frente a la mayor debilidad de Estados Unidos. Ante este panorama, a mediados de año el Banco Central Europeo decidió bajar la tasa de descuento hasta sólo 2% anual. El euro, que ya en Mayo de 2003 había rozado niveles de 1,20 dólares, cerró el año en la cota de 1,25, el máximo nivel desde su creación en 1999. Posteriormente mantuvo sin grandes cambios su valor hasta Marzo de 2004. En Japón, de acuerdo a lo sucedido hasta el tercer trimestre, se pronostica un aumento del PIB cercano al 2% en 2003. Como consecuencia, el mercado bursátil acumuló una suba de 30% en yenes y 50% en dólares desde fines de 2002. Al mismo tiempo se valorizaron los bonos del gobierno. Sin embargo el yen resistió la apreciación frente al dólar, subiendo sólo en mínima proporción hacia el final del año pasado, debido a la política de intervención del gobierno.

Por causa de la inestabilidad de los mercados de divisas, y también debido a la recuperación del precio de las commodities, el oro volvió a ser buen refugio de valor, y su cotización superó por

primera vez en la última década los U\$S 400 por onza, con una suba del 20% anual en Diciembre. Al cierre de este Capítulo los pronósticos del FMI anticipaban un crecimiento mundial del 4% en 2004, si bien seguían existiendo factores que podrían condicionar ese resultado, como los conflictos en Medio Oriente, la suba de los precios del petróleo y mayor depreciación del dólar.

## II. Panorama Internacional

### II.1 Estados Unidos

En el cuarto trimestre de 2003, según la última revisión, el PIB de Estados Unidos creció a una tasa anualizada del 4,1% anual, exactamente la mitad del valor del trimestre anterior. Aquella tasa era claramente insostenible en el mediano plazo, pues estaba artificialmente aumentada por la suba de los gastos militares derivados de la ocupación de Irak y Afganistán. No obstante, el impulso fiscal le permitió al país cerrar 2003 con una variación del PIB superior al 4%. El crecimiento del cuarto trimestre estuvo también impulsado por el consumo, la inversión residencial y el gasto de defensa. Ya durante 2002 el gasto de defensa había alcanzado U\$S 340.000 millones, y muchos analistas estiman que continuará creciendo en los años venideros.

El panorama del mercado laboral era menos claro. En la primera mitad de 2003 se perdieron 324 mil empleos, haciendo subir la desocupación hasta 6,2% en Agosto, un nivel que se ubica entre los más altos de los últimos nueve años. Posteriormente el desempleo bajó, pero la destrucción de empleos en el sector industrial continuó hasta principios de 2004, acumulando más de 3 años de caída.

La desaceleración económica de 2002 se debió a la caída de los gastos de capital de las empresas y a una baja generalizada de los

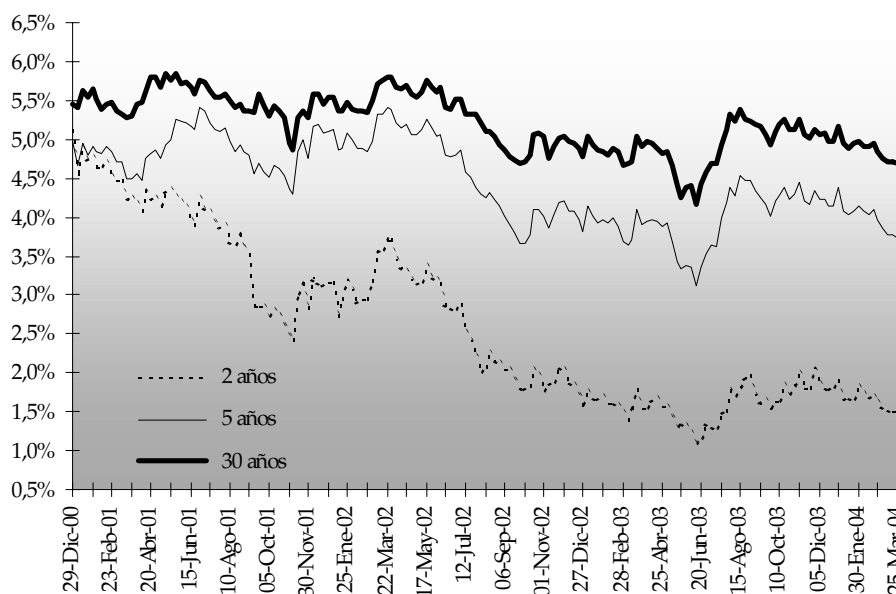
beneficios en los sectores manufactureros y de alta tecnología, afectados en su competitividad durante los años 1999 a 2002, a lo largo de los cuales se había producido una excesiva apreciación del dólar. Por esas razones, en 2003 la moneda norteamericana descendió marcadamente frente al euro y más suavemente frente al yen. La moneda del Japón se apreció 11% anual en Diciembre de 2003, tocando valores de 107 unidades por dólar (máximos de los últimos 3 años). Hacia fines de 2003 la Organización Mundial de Comercio condenó las medidas proteccionistas norteamericanas con respecto al acero, forzando de hecho al gobierno norteamericano a eliminarlas.

En el segundo trimestre de 2003 el gobierno profundizó la estrategia anticíclica, cuando el Congreso aprobó una nueva rebaja de impuestos del orden de los U\$S 500.000 millones para los próximos años. Además, el proyecto de presupuesto para el año fiscal 2003/2004 incluyó un pedido del Poder Ejecutivo de U\$S 87.000 millones adicionales para financiar la ocupación de Irak y Afganistán. Como consecuencia de esta política, en 2004 aumentaría el nivel de déficit fiscal del Tesoro hasta aproximadamente U\$S 500.000 millones (alrededor del

4,5% del PIB). Este desequilibrio récord se presenta dentro de un contexto de precios aún estable, ya que hacia Febrero de 2004 la inflación minorista apenas superaba el 2% anual. Los riesgos de esta estrategia son que la Reserva Federal deba subir las tasas de corto plazo frente a la magnitud del déficit fiscal, afectando al gasto doméstico privado, y que eventualmente el financiamiento externo se retire en forma masiva, haciendo caer fuertemente las bolsas.

Las tasas de corto y de largo plazo de los bonos del Tesoro estadounidense continuaron bajando a principios de 2004, con leve tendencia a la suba para los plazos mayores debido al elevado desequilibrio fiscal. Disminuyó así levemente el diferencial de rendimientos entre los bonos representativos de corto y largo plazo hasta poco más de tres puntos porcentuales. A principios de Marzo de 2004 el bono a 2 años de plazo rendía apenas 1,5% anual (un rendimiento negativo descontada la inflación), el de 10 años rendía 3,7% y el de 30 años se acercaba al 4,7%. Los niveles actuales de las tasas de interés siguen estando entre los menores en las últimas décadas, acompañando la desaceleración económica real (Gráfico 7.2).

**GRAFICO 7.2**  
Tasa de rendimiento anual de Bonos del Tesoro de EE.UU.



En Marzo de 2004, en la reunión del Comité de Mercado Abierto, la Reserva Federal confirmó el nivel vigente de la tasa de fondos de corto plazo (1% anual). Este valor, el menor en casi 5 décadas, se justifica porque el sector privado no muestra aún signos claros de recuperación. La política monetaria fuertemente expansiva buscó evitar que la economía cayera en una indeseable trampa de deflación, con dificultades crecientes para afrontar el pago de las grandes deudas acumuladas por empresas y consumidores. En el mismo sentido, en 2003 se evitó detener la desvalorización del dólar, a fin de relanzar el crecimiento vía mayores niveles de competitividad externa. Sin embargo, la Reserva Federal también alertó sobre la magnitud del déficit fiscal.

En 2003 las bolsas norteamericanas habían finalizado su primer año de mejora de los últimos 4. Sin embargo, al cierre de este Capítulo, fines de Marzo de 2004, el Dow Jones volvía a retroceder hacia la zona de los 10.000/10.500 puntos, recortando la suba anual al 20%. Por su parte, el indicador Nasdaq compuesto, donde cotizan las acciones de empresas tecnológicas y de Internet, se había estancado en niveles de 1.900/2.000 puntos, todavía 30% por sobre sus mínimos de principios de 2003, pero muy inferior a sus máximos de 2000. Ambos mercados se ubican en niveles relativamente bajos para los últimos años, debido al retiro de parte de los inversores atraídos por opciones más seguras, como los bonos del gobierno y la inversión inmobiliaria.

La debilidad del dólar fue la noticia más importante a fines de 2003, afectado por los grandes desequilibrios (externo y fiscal) acumulados en años anteriores. La moneda estadounidense continuó cayendo frente al euro durante 2003, acumulando más de 25% de pérdida en Diciembre frente a su valor de fines de 2002, y la mayoría de los analistas estiman que la baja continuaría en 2004. Según algunos análisis el euro podría llegar a la cota de 1,35 dólares. Sin embargo, la caída pareció detenerse hacia

Marzo de 2004, cuando el euro retrocedió hasta 1,21 dólares. En el último año el dólar también perdió terreno frente al yen, el franco suizo, la libra esterlina y el dólar canadiense. Finalmente, el oro se fortaleció ante la creciente inestabilidad de las divisas, ganando 24% con relación al dólar en el último año y alcanzando niveles record de U\$S 420 por onza. Sin embargo, también en los últimos 3 meses el precio de este metal detuvo su ascenso.

A pesar de la caída del dólar, en 2003 el déficit de cuenta corriente se ubicaba todavía en niveles de U\$S 500.000 millones, y recién se observó cierta mejora hacia el cuarto trimestre del año. Los analistas estiman que este desequilibrio se corregirá paulatinamente a partir de 2004. Por su parte el petróleo -del que Estados Unidos es el primer importador mundial por la mitad de su consumo- superó los U\$S 37 por barril en Marzo de 2004, el mayor nivel de la última década. La vuelta de Irak al mercado mundial se retrasó debido a su situación de inestabilidad política. Además la OPEP decidió, en su última reunión de ministros, reducir la producción en 1 millón de barriles diarios (aproximadamente 4%) desde Abril, ante la llegada de la primavera en el hemisferio Norte. Según informes oficiales, la dependencia norteamericana del petróleo importado aumentaría en los próximos 20 años. También se sumó la demanda de China, la segunda economía del mundo, cuyo crecimiento superó el 7% en 2003. China se convirtió el pasado año en el segundo importador mundial de petróleo, desplazando a Japón al tercer lugar.

### *II.2 Europa*

En el año 2003 la Unión Europea registró un magro crecimiento del 0,5% anual, si bien ya en 2002 el desempeño económico había sido mediocre (0,9%). Se registraron caídas leves en Alemania, otrora la economía más dinámica de Europa y ahora

superando una mínima recesión, al igual que en Italia y Holanda. La mayor suba tuvo lugar en España, como ha ocurrido en los últimos años.

En 2003 tanto Alemania como Francia no cumplieron con el pacto de estabilidad de la eurozona, según el cual los déficits fiscales no deben superar el 3% del PIB. Lo mismo le sucedió al Reino Unido, país que sin embargo no integra aún el área de la moneda comunitaria. Hacia el final del año la Comisión Europea finalmente aprobó una dispensa para ambas naciones, dejando de lado las sanciones monetarias previstas. El cumplimiento fue aplazado hasta 2005 debido al peso político de ambas naciones en la Unión, a pesar de las protestas de otros países. Ninguna de las principales economías europeas tuvo en 2003 superávit fiscal, sólo algunos de los países nórdicos. Un caso comprometido es el de Italia, cuya deuda pública supera el 100% del PIB.

La inflación minorista en la eurozona finalizó 2003 en 2% anual, respetando así el objetivo fijado por el Banco Central Europeo. Los precios mayoristas crecieron sólo 1% debido a la fortaleza del euro. La recuperación de las bolsas se detuvo hacia Marzo de 2004, pero de todas formas la ganancia anual frente a Marzo de 2003 resultó importante: fue desde más de 40% para Alemania hasta 17% a 20% para Reino Unido e Italia.

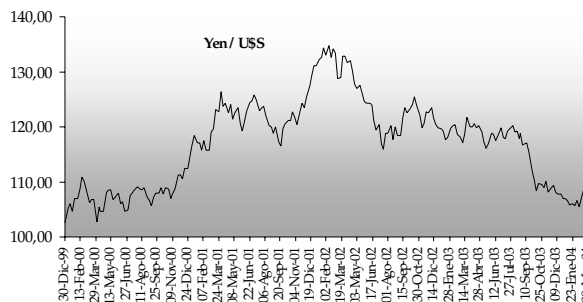
El desempleo promedio en la zona del euro se ubicó en poco más de 9% en 2003, correspondiendo la tasa más baja a los Países Bajos (4%) y la mayor a España (12%). Alemania y Francia se ubicaron cerca del promedio.

La moneda única europea amplió la distancia con el dólar en la segunda mitad de 2003. En Septiembre el euro había rozado los 1,20 dólares, y en Diciembre llegó hasta 1,25 dólares. Posteriormente, sin embargo, la moneda única europea retrocedió hacia la zona de 1,20 dólares en Marzo de 2004. La revaluación del euro podría afectar la competitividad europea, haciendo caer las perspectivas de crecimiento en los próximos años. Sin

embargo, el superávit comercial todavía se mantenía en Enero de 2004, y el Banco Central Europeo (BCE) confía en un crecimiento de las exportaciones al resto del mundo para 2004. En el último año también se apreciaron frente al dólar las restantes divisas, como la libra inglesa (14%), el franco suizo (9%), el yen (12%) y el dólar canadiense (11%). La valorización llegó hasta las monedas de Europa del Este, que tienen importante comercio con la eurozona, como el rublo y la corona checa.

En Junio de 2003 el BCE, como lo habían hecho antes los bancos centrales de Estados Unidos y del Reino Unido, había reducido la tasa de corto plazo hasta 2% anual, para favorecer la débil expansión económica. A principios de 2004 este nivel fue nuevamente confirmado, pues la autoridad monetaria adujo que el nivel de la tasa real (descontada la inflación minorista) ya era prácticamente cero. Sin embargo, los analistas empezaron a anticipar una rebaja de tasas para mitad del año, lo que recientemente debilitó al euro.

**GRAFICO 7.3**  
Cotización del US dólar respecto de las principales monedas



### II.3 América Latina

En 2003 el PIB real de Brasil se redujo 0,2% con relación al año anterior. Esto significó la primera baja desde 1992, antes del Plan Real de estabilización. La fuerte suba del riesgo país a principios de 2003 –ante la incertidumbre sobre la política del nuevo gobierno- y el esfuerzo fiscal realizado durante el año para cumplir con los fuertes compromisos de la deuda pública, terminaron por provocar este magro resultado. En 2003 el gobierno nacional de Brasil registró un superávit primario récord, del orden del 4,3% del PIB (alrededor de 66 mil millones de reales). La presión tributaria alcanzó al 40% del PIB en ese lapso. Sin embargo, el costo del servicio de la deuda excedió el 8% del PIB, por lo que el déficit nominal resultante provocó un aumento del endeudamiento. La deuda pública nacional se incrementó, desde aproximadamente 55,5% del PIB a fines de 2002 hasta 58,2% al finalizar 2003.

La moderada recesión del año pasado fue suficiente para disparar el superávit comercial. En 2003 Brasil registró un excedente comercial record histórico, del orden de los U\$S 24.800 millones. Las exportaciones de bienes redondearon los U\$S 73.080 millones, mientras que el nivel de importaciones (U\$S 48.260 millones) resultó prácticamente similar al de 2002. Sin embargo, la cuenta corriente registró niveles más cercanos al equilibrio, debido a la importante carga de utilidades e intereses.

El aumento del tipo de cambio a principios de 2003 se notó en la aceleración de la inflación minorista, que alcanzó a 17% anual hacia Mayo de ese año. Posteriormente la inflación bajó, terminando el año en niveles de 9%. El Comité de Política Monetaria de Brasil (COPOM) enfrentó fuertes presiones sobre los niveles de la tasa de interés doméstica. Durante la primera mitad de 2003 la mantuvo en 26% anual, en detrimento del crecimiento del año, pues ese nivel significó un piso muy alto para las tasas activas. Posteriormente Brasil inició una agresiva rebaja de tasas.

El Banco Central decidió sucesivas reducciones: 24,5% anual en Julio, 22% en Agosto, 20% en Septiembre, y 17,5% anual en Diciembre. Al cierre de este Capítulo la tasa de referencia era de 16,25%.

A principios de 2004 la tasa de desempleo en las principales ciudades del país alcanzaba 11,7%, cuando a fines de 2002 era de aproximadamente un punto menos. En San Pablo, el estado económicamente más importante, que genera por sí solo casi un tercio del PIB total, el desempleo se acercaba al 20%. Cabe destacar que, por ejemplo en el año 2000, el desempleo era mucho menor (7%).

Desde principios de 2003 la recuperación del real, junto con la caída de las tasas de interés, redujo el costo financiero de la deuda pública. El real se recuperó marcadamente, tras haber rozado niveles de R\$ 3,90 por dólar a fines de Septiembre de 2002, hasta sólo R\$ 2,90 por dólar en Diciembre de 2003. El nuevo gobierno, a pesar de su orientación política reformista, elevó la meta de superávit primario acordada con el FMI hasta 4,25% del PIB. Ultimamente el riesgo soberano se derrumbó, hasta caer a niveles de 550 puntos básicos en 2004, valores a los que no podía descender desde 1998. Como consecuencia, el país pudo colocar nuevamente deuda voluntaria en los mercados externos ya desde Junio pasado al 10,6% anual.

El manejo ortodoxo de la política económica se reflejó en cierta forma en el mercado bursátil. A fines de 2003 la bolsa de San Pablo registraba avances del 90% anual (en reales), y de más del 120% medidos en dólares. No obstante, a principios de 2004 la bolsa paulista quedó rezagada frente a la argentina, creciendo sólo 4% en el último trimestre (frente a un avance del 20% en Buenos Aires).

En 2003 Chile registró un crecimiento de 3,3%, entre otras razones debido a que el precio del cobre (su principal rubro de

exportación) mostró una suba excepcional del 40% en el año. Asimismo se pronostica un crecimiento del PIB chileno del 5% para 2004. Como consecuencia, a principios de 2004 la moneda se había revalorizado 25% anual frente al dólar, hasta niveles de Ch\$ 580, aunque la bolsa no mostró grandes cambios en el último trimestre. El desempleo empezó a bajar, si bien registrando niveles del 7,5% a principios de 2004, más altos que en 2002.

En Uruguay se pronosticaba para 2004 un aumento del PIB de 4,5%. En México el panorama era menos claro, debido a la dependencia de su economía con la de Estados Unidos. Al cierre de este Capítulo el peso mexicano continuaba en niveles mínimos históricos (11 unidades por dólar), aunque la bolsa subía con fuerza: 18% en el último trimestre y 60% en el año. Sin embargo, el desempleo estaba aumentando, y las reservas internacionales se habían estancado.

### II.4 Asia

En 2003 la economía de Japón, que había registrado en el período 1997-2001 el peor resultado dentro de las principales economías desarrolladas, con un crecimiento acumulado de sólo 3%, observó un punto de inflexión. El PIB se expandió 2%, empujado por las exportaciones y la inversión privada en construcciones. También la deflación de los precios minoristas (una tendencia única entre los países desarrollados) mostró una reversión, y así fue como el IPC registró en Octubre de 2003 la primera variación positiva desde 1998. Las tasas de interés de corto plazo continuaron en niveles extremadamente bajos. Por caso, la tasa interbancaria a 6 meses se ubica en sólo 0,07% anual.

La bolsa nipona, aún dentro de valores mínimos para la última década, se recuperó más de 10% en el último trimestre y más

del 35% desde Marzo de 2003.

Para combatir la desaceleración de la economía el desequilibrio fiscal fue profundizado hasta llevarlo al 6% del PIB, a través de sucesivos programas expansivos. Este déficit sin embargo coexiste con un fuerte superávit externo, ya que el excedente de cuenta corriente alcanza aproximadamente a 2,5% del PIB, y las reservas internacionales superan el medio billón de dólares (mayor país acreedor 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).

En el último año el yen se fortaleció frente al dólar, desde 120 unidades por dólar en Marzo de 2003, hasta sólo 107 en el mismo mes de 2004. A principios de 2004 el Banco Central de Japón intensificó la venta de yenes en el mercado para evitar la apreciación de su divisa. En el primer trimestre la intervención alcanzaría la enorme suma de 14 billones de yenes (aproximadamente U\$S 130 mil millones), pues la política del país es fomentar sus exportaciones, que siguen siendo la fuerza motriz del crecimiento. A pesar de esta estrategia, la fortaleza de la economía japonesa hizo avanzar al yen 12% frente al dólar durante el último año.

Como producto de la intervención Japón viene emitiendo enormes cantidades de bonos de corto plazo, con los que financia las compras de divisas. Luego las invierte y acumula así bonos del Tesoro norteamericano. El costo financiero para el Tesoro nipón es menor que el rendimiento de esos activos, ya que las tasas domésticas se acercan a cero. El incipiente cambio de cartera de los inversores japoneses, desde bonos norteamericanos hacia bonos locales, podría afectar el financiamiento del déficit fiscal de Estados Unidos.

En la reunión del FMI en Septiembre de 2003 en Dubai,

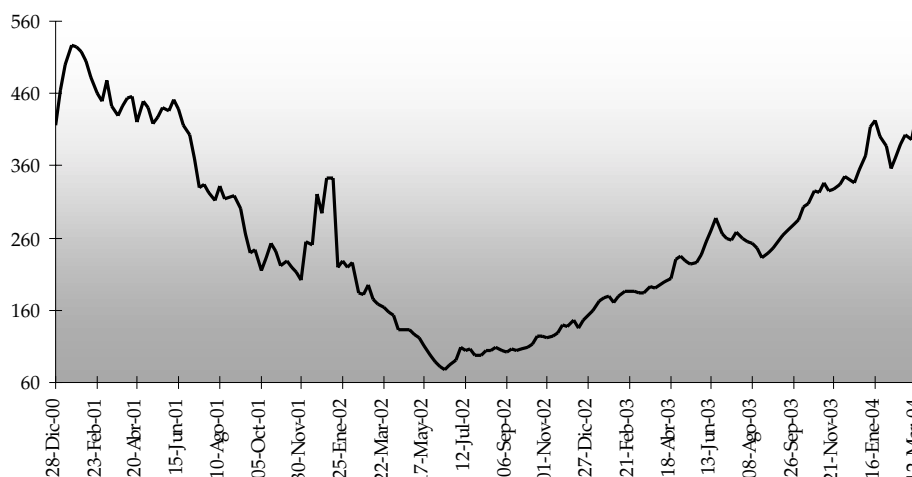
Emiratos Arabes, arreciaron las presiones norteamericanas sobre China y Japón para que estos países permitan revalorizar sus monedas. En el caso particular de China su moneda, el yuan, se mantiene a una paridad fija desde hace años, y la presión del G7 (grupo de las principales economías industrializadas) busca que la liberalización la haga subir, para ayudar así a sus propias economías. En caso contrario, la depreciación del dólar continuaría siendo soportada mayormente por Europa, como sucede actualmente. Debido a esta estrategia, el actual superávit comercial chino con EE.UU. es récord, y con esta política China se ha convertido en el segundo país del mundo por el monto de reservas internacionales acumuladas, detrás de Japón.

De acuerdo a las estimaciones oficiales, en 2003 el PIB de China habría crecido aproximadamente 7%. En ese período, los indicadores de comercio exterior superaron esa performance, y tanto las exportaciones como las importaciones aumentaron en el orden del 40%. Semejante crecimiento fue acompañado por un contexto de precios estable. En el último año también subieron contra el dólar las monedas de Corea, Taiwan, Tailandia e Indonesia. De esta manera, China y el Sudeste asiático se constituyeron en el polo más dinámico del desarrollo mundial.

### III. Evolución del Mercado Accionario Argentino

Desde principios de 2003 la bolsa argentina mostró una clara tendencia a la recuperación. Esta mejora fue consecuencia del proceso de reactivación económica, las bajas tasas de interés y la recuperación general de la rentabilidad empresaria. Ya hacia Junio de 2003 el indicador Merval, medido en dólares estadounidenses, había alcanzado cotas de 280 puntos. En Diciembre hubo una nueva suba y el Merval superó los 350 puntos en esa moneda. Finalmente, en Marzo de 2004 la mejora se extendió hasta la zona de los 430 puntos. Así, la bolsa local se revalorizó cerca de 120% en divisas en un año, si bien partiendo desde niveles mínimos históricos. Al cierre de este Capítulo esa recuperación aún continuaba, habiéndose disipado algunas señales negativas tras la trajinada firma de la revisión del acuerdo con el FMI. Medido en pesos, el indicador Merval registraba niveles de más de 1.200 puntos, habiendo subido más del 100% desde principios de 2003 frente a un aumento de los precios mayoristas de sólo 3% en ese período (Cuadro A7.3 del Apéndice Estadístico y Gráfico 7.4).

**GRAFICO 7.4**  
Indice Merval (en dólares)  
*Cierres semanales*



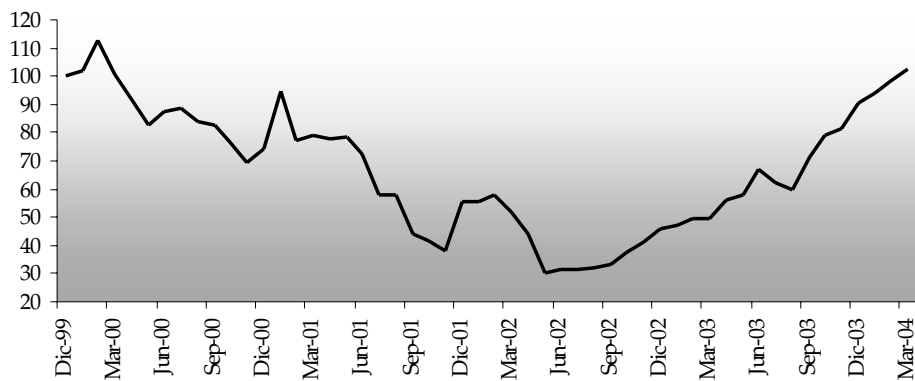
Este desempeño del mercado bursátil local no fue ajeno a lo acontecido en general en todo el mundo. A principios de 2004 la evolución de las bolsas internacionales era en general positiva en términos anuales, si bien el crecimiento se había desacelerado en el último trimestre. A mediados de Marzo de 2004 se registraban avances anuales del 22% para Estados Unidos (indicador Dow Jones), 38% para Japón, 45% para Alemania (récord en Europa), 30% para Francia y 17% para el Reino Unido. De manera análoga a lo sucedido en Estados Unidos, en todos esos mercados se trató de recuperaciones frente a las fuertes pérdidas sufridas durante 2001 y 2002. Los mercados bursátiles también tuvieron un buen desempeño en Asia, donde la bolsa china avanzó 10% anual, Corea alcanzó un sorprendente 55% y Hong Kong creció casi 40%. Finalmente en Europa del Este, la bolsa de Rusia detentó el aumento récord (110% en el último año) y Polonia escaló 65%.

En la misma fecha, también en América Latina se destacaron los avances bursátiles medidos en dólares. Así Brasil y Argentina, respectivamente la primera y la tercera economías de la región, verificaron mejoras de 100% y 120% anual respectivamente.

Un crecimiento aún mayor experimentó Venezuela, que se recuperó de una difícil situación política y económica. Por su parte Méjico, que había resistido la crisis de 2002 en mejores condiciones, observó una recuperación del 60% en dólares hacia Marzo de 2004, mientras que Chile registró una suba del mismo orden.

En el Gráfico 7.5 se analiza la bolsa de Buenos Aires, retroactivamente en el mediano plazo y en moneda constante. Allí se representa al Merval en pesos constantes, ajustados por el Índice de Precios Mayoristas<sup>1</sup>. Se toma como punto de partida al mes de Diciembre de 1999, previo a la profundización de la crisis económica y financiera del final de la Convertibilidad. Se observa allí que el nivel de más de 1.200 puntos (en pesos) de Marzo de 2004 se ubicó, una vez deflactado por el índice de precios mayoristas, en los niveles promedio del índice para Diciembre de 1999. Así la bolsa, que generalmente se anticipa al resto de las variables económicas, ha recuperado ya toda la caída acumulada desde principios de 2000, habiéndose triplicado desde sus niveles mínimos de mediados de 2002 (Gráfico 7.5).

**GRAFICO 7.5**  
Indice Merval (en pesos constantes)  
Base Diciembre 1999 = 100



<sup>1</sup> Este índice es el que se utiliza en la contabilidad de las empresas para ajustar sus estados patrimoniales y de resultados.



## IV. Evolución de las Cotizaciones y Colocaciones de Deuda Pública

### IV.1 Evolución del riesgo soberano

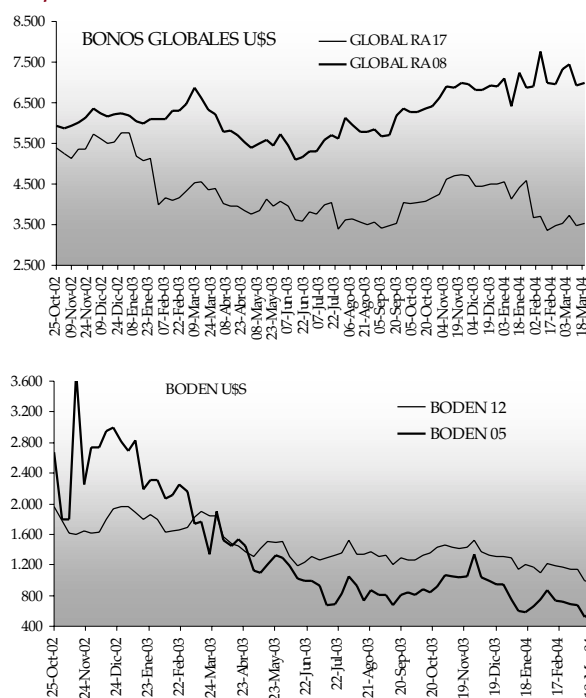
En el cuarto trimestre de 2003 hubo, con relación al tercero, un incremento en el riesgo soberano<sup>2</sup> implícito en el precio de los títulos públicos de Argentina. El indicador calculado por el banco J.P. Morgan para los títulos nacionales (EMBI Argentina), medido sobre los bonos emitidos antes de 2001 (Brady y Globales) subió desde un nivel de aproximadamente 4.950 puntos en el período Julio-Septiembre de 2003, hasta unos 5.800 puntos en el último trimestre del año. El mínimo nivel anual se había tocado en Junio de 2003, con un promedio de 4.700 puntos, a lo que entonces contribuyeron las expectativas favorables por el cambio de gobierno y la inminente firma del acuerdo con los organismos internacionales de crédito. En los últimos meses, tras conocerse la propuesta de reestructuración de deuda hecha a los acreedores privados, el precio de los títulos cayó, y el indicador aún se mantenía en 5.700 puntos en Marzo de 2004.

Cabe destacar que desde mediados de 2002 el indicador ha perdido relevancia económica, pues su evolución difiere de la del nivel de actividad, ahora en franca recuperación. Esto es así porque, debido al nuevo contexto macroeconómico, el país está financiando toda su inversión con ahorro interno (del cual todavía dispone en exceso), sin hacer uso del ahorro exterior, como sucedía durante la década del '90. Muchos analistas consideran que es más representativo el nivel de riesgo soberano implícito en los títulos BODEN emitidos tras la devaluación, cuyos servicios se están pagando normalmente. La serie más importante por el volumen negociado, los BODEN 2012 en dólares, mos-

tró un nivel de riesgo descendente, desde un promedio de 1.300 puntos básicos en Septiembre de 2003, hasta sólo 1.000 puntos en Marzo de 2004. Las series más cortas (BODEN 2007 y 2008 en pesos) registraron aproximadamente 750 puntos básicos a fines de 2003, y cayeron hasta sólo 450 puntos básicos en Marzo de 2004. Estos valores son más comparables al riesgo soberano promedio de Brasil en el tercer trimestre de 2003. En el Gráfico 7.6 y el Cuadro 7.2 puede observarse la evolución de los principales títulos públicos argentinos.

En América Latina la evolución del riesgo soberano durante la segunda mitad de 2003 fue en general positiva, ya que Brasil, el país más importante de la región, lideró la baja de ese indicador. El riesgo brasileño cayó desde unos 740 puntos básicos en el tercer trimestre de 2003 hasta 560 puntos en el cuarto. En Marzo de 2004 volvió a ubicarse en 550 puntos. Estas marcas

**GRAFICO 7.6**  
Evolución del Riesgo Soberano  
En puntos básicos



<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.

**CUADRO 7.2**

Evolución del Riesgo Soberano  
En puntos básicos

FECHA	BONOS GLOBALES			BODEN	
	RA 08	RA 17	RA 27	05 U\$S	12 U\$S
30-Dic-99		514	457		
29-Dic-00		789	691		
28-Dic-01	4.448	3.569	3.340		
27-Dic-02	6.246	5.771	4.787	2814	1966
31-Ene-03	6.095	3.994	4.953	2318	1797
28-Feb-03	6.485	4.334	5.144	2159	1688
28-Mar-03	6.208	4.380	4.084	1903	1844
25-Abr-03	5.525	3.851	3.245	1451	1371
30-May-03	5.737	4.065	3.298	1295	1503
27-Jun-03	5.310	3.815	3.243	986	1309
25-Jul-03	5.603	3.396	3.341	826	1359
29-Ago-03	5.837	3.569	3.616	809	1315
30-Sep-03	6.343	4.052	3.270	833	1268
31-Oct-03	6.601	4.239	3.591	1067	1466
30-Nov-03	6.952	4.690	3.982	1343	1516
30-Dic-03	7.088	4.545	3.926	756	1291
30-Ene-04	6.910	3.658	3.872	753	1092
27-Feb-04	7.341	3.527	3.674	684	1141
19-Mar-04	6.989	3.539	2.937	600	971

Fuente: Oficina Nacional de Crédito Público

no podían quebrarse desde principios de 1998. La ayuda del FMI evitó hasta hoy el peor escenario, si bien la refinanciación de la deuda plantea aún serios interrogantes si no continúan bajando las tasas de interés.

De esta forma, el indicador general para los principales mercados emergentes (EMBI+) cayó en el cuarto trimestre de 2003 hasta sólo 450 puntos básicos, frente a unos 520 puntos en el tercero. La tendencia bajista se confirmó luego, y en Enero pasado se logró perforar la barrera de los 400 puntos, si bien en Marzo el EMBI+ retornó a la zona de 440 puntos. Estos niveles no se observaban desde el año 1998, y deberían contribuir, junto con tasas de interés internacionales históricamente bajas, a impulsar el crecimiento de la región en 2004.

3 El Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER) está compuesto por la tasa de variación diaria obtenida a partir de la evolución mensual del Índice de Precios al Consumidor (IPC) publicado por el Instituto Nacional de Estadística y Censos.

IV.2 Colocaciones de deuda pública

**Mercado internacional**

Desde 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. En Febrero de 2002 el gobierno había convertido 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>. Posteriormente a mediados de 2003 el Gobierno Nacional decidió reconvertir los préstamos garantizados en poder de las Administradoras de Fondos de Jubilación y Pensión en los títulos en dólares originales. Esto se debió al rechazo de su propuesta por la gran mayoría de las Administradoras, y con el objeto de incluirlas en la reestructuración a negociar junto con los restantes acreedores privados.

En Diciembre de 2002 el Poder Ejecutivo seleccionó, mediante una licitación pública internacional, un asesor financiero para hacerse cargo de la reestructuración de la deuda pública nacional aún en default. El concurso, destinado a las entidades bancarias con participación en los mercados emergentes que pudieran brindar asesoramiento en las plazas con mayores tenencias de deuda (Estados Unidos, Reino Unido, Alemania, Italia y Japón), fue ganado por el banco de inversión francés Lazard Freres en Febrero de 2003.

En Septiembre de 2003 el Gobierno firmó un acuerdo de mediano plazo con el FMI, tras el cual, dos días después, se lanzó la iniciativa de reestructuración de la deuda privada en la reunión anual del FMI celebrada en Dubai, Emiratos Arabes. La propuesta incluyó tres familias de títulos a canjear por los que están actualmente en default: a) bonos par, sin reducción de capital nominal pero con mayores plazos de amortización y una

fuerte reducción de tasas de interés; b) bonos discount, con fuerte reducción de capital pero con mayores tasas de interés; c) un tercer tipo de bonos, con tasa de interés variable ligada al crecimiento de la economía.

En los meses posteriores se mantuvieron reuniones de clarificación, de intercambio de opiniones y diálogo con los Grupos Consultivos y otros acreedores y representantes de los mismos en seis ciudades: Tokio, Los Angeles, Nueva York, Roma, Frankfurt y Zurich, en los cuales se entregó material ampliando los lineamientos presentados en Dubai. También en el mercado local se mantuvieron reuniones, tanto con inversores minoristas como institucionales<sup>4</sup>.

Finalmente, en Marzo de 2004 el Gobierno eligió al comité de bancos para reestructurar la deuda en situación irregular, que actuarán bajo la coordinación global del Estado argentino. Se decidió conformar un grupo de seis bancos organizadores, tres para ocuparse de los acreedores externos (Merrill Lynch Inc., Barclays Capital Inc. y UBS Limited) y otros tres para tratar con los acreedores residentes (los Bancos Galicia, BBV Francés y de la Nación Argentina). El decreto sancionado a tal efecto habilita a cambiar las entidades involucradas durante el proceso de reorganización.

Para las entidades organizadoras internacionales (Merrill Lynch, Barclays y UBS), las condiciones de pago establecidas son las siguientes:

- Una comisión de 0,275% sobre el monto de capital de los bonos reestructurados.
- Una comisión de servicio de US\$ 475.000 mensuales a

cada banco internacional durante un semestre y US\$ 300.000 el resto del contrato (el cual presenta una duración de nueve meses, siendo factible su extensión durante tres meses más).

- Una comisión de incentivo: si se supera el 66% de reestructuración, se pagará el 0,35% sobre los títulos renegociados, menos los montos pagados en otras comisiones.
- Se incluyen gastos legales destinados a "honorarios razonables" correspondientes a los abogados de los bancos organizadores.

A las entidades bancarias que actuarán en Argentina (Banco Nación, Galicia y BBVA Banco Francés) se les pagará una comisión de resultado de 0,12% y una de éxito de 0,03%. Si llegara a establecerse un abandono de la Comisión, cada entidad financiera recibiría \$ 50.000.

Se ha establecido en el decreto la "prórroga de jurisdicción a favor de los tribunales de Nueva York" y la renuncia a oponer la defensa de la inmunidad soberana", imposibilitando el embargo de bienes protegidos por la Convención de Viena y por la Ley de Inmunidades Soberanas Extranjeras de 1976. Además, se establece que el Palacio de Hacienda podrá designar a los bancos que actuarán como colocadores de los títulos en default, lo cual no implicará una erogación adicional al gasto que lleven a cabo las seis entidades financieras organizadoras.

En la ardua negociación en curso, el objetivo del Gobierno es lograr una reducción del valor de la porción de deuda pública aún en default del orden del 75%. Esto debería obtenerse mediante una combinación de grandes descuentos sobre el capital nominal, mayores plazos de amortización y menores tasas de

<sup>4</sup> A fin de garantizar la máxima transparencia en el proceso de reestructuración, permanentemente el Ministerio de Economía y Producción mantiene actualizadas en su página web ([www.mecon.gov.ar](http://www.mecon.gov.ar)) todas las informaciones y comunicados de prensa que se elaboran sobre el tema.

interés. Una de las características relevantes del plan es el desconocimiento de los intereses devengados desde fines de 2001 hasta la aceptación de la reestructuración por parte de los acreedores. Esto implica que la demora en acordar no tendría costo sobre el Estado argentino, a diferencia de lo sucedido en el caso de otras quiebras, como las de Ecuador o Rusia. En un escenario favorable, se estima que la compleja negociación podría terminar de cerrarse a mediados de 2004, mediante una mayoritaria adhesión de los tenedores de bonos.

El Gobierno prevé negociar de buena fe, definiendo pagos variables y mejoras en los bonos de acuerdo a las mejoras reales en el desempeño de la economía argentina. Para sortear el conflicto aparente entre sustentabilidad de la deuda una vez reestructurada y la aceptabilidad por parte de los acreedores, el Gobierno argentino prevé ofrecer elementos de mejora, como por ejemplo los bonos indexados por PIB, de modo de garantizar una reestructuración de deuda sustentable con los beneficios potenciales que ofrece una recuperación a largo plazo de la economía argentina.

### Mercado local

Durante 2004 continuaron las licitaciones de Letras del Banco Central de la República Argentina (LEBAC), con el objetivo de regular la liquidez del mercado y ofrecer un instrumento de inversión en pesos. Los plazos de estas operaciones fueron cada vez mayores, hasta alcanzar los 18 meses. A principios de 2004 el total de Lebac superaba los \$ 10.600 millones, mientras que el costo promedio de la cartera se ubicaba en 11,2% anual. Este costo ha venido bajando, y las nuevas emisiones a un año de plazo reeditúan poco más del 7%. Cabe destacar que actualmente el Banco Central obtiene financiamiento voluntario a tasas inferiores a las de México.

Desde fines de 2003 el Banco Central ofreció títulos similares a las LEBAC pero a plazos más largos, denominados NOBAC

(notas del Banco Central). Los plazos fueron de 3 años, y hubo versiones con ajuste de capital por CER (con tasa de interés de 3% anual) y sin ajuste de capital (con tasa del 8% anual). Los títulos pagan intereses semestrales y amortización total al final del período de 3 años. La diferencia de tasas implica que, de acuerdo a las autoridades del Banco Central, la inflación promedio de los años 2004 a 2006 debería ubicarse cerca del 5% anual, una señal que busca transmitirse de esa forma al mercado.

En 2003 el Estado Nacional emitió los BODEN 2008 destinados a jubilados y empleados del Estado Nacional, a efectos de instrumentar la devolución del recorte del 13% en sus remuneraciones de 2001 y 2002. El total de BODEN emitidos (todas las series) se acercó así a U\$S 15.000 millones, destinados en más del 50% a compensar a los bancos, y el resto para los ahorristas, empleados del Estado y jubilados nacionales.

A fines de 2003 comenzaron a cotizar los BODEN 2013, títulos que habían sido otorgados como compensación a los ahorristas por los canjes de 2002 y 2003. Se trata de bonos en dólares ajustables por tasa LIBO (con un tope de 3% anual), con pago semestral de intereses y amortización anual en 8 cuotas del 12,5% del capital total cada una. Se estima que se emitirían cerca de U\$S 1.600 millones de este título, una cifra muy inferior a los U\$S 13.000 millones de la serie 2012. A fines de 2003 la paridad de estos títulos en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires se ubicó en 59%, unos 5 puntos inferior a la de los BODEN 2012.

### V. Las Inversiones de las A.F.J.P.

En Septiembre de 2003 se conocieron los primeros lineamientos de la propuesta del gobierno para la reestructuración de la deuda pública cuyo pago se encuentra aún suspendido. Ella

involucra a los títulos en poder de aquellas A.F.J.P. que no aceptaron la conversión de los préstamos garantizados provenientes del canje de deuda de fines de 2002. La oferta del Gobierno había sido convertir esos activos -originalmente denominados en dólares- en otros denominados en pesos, a la tasa de \$ 1,40 por dólar más el coeficiente CER. La gran mayoría de las AFJP no aceptó esa alternativa, por lo que la negociación entre las administradoras y el Gobierno busca transformar esos activos en alguna combinación entre los tres tipos de bonos mencionados en el punto IV.2., intentando respetar tanto los derechos de los afiliados como la solvencia intertemporal del Estado. Debido a que hasta el momento el tema no se ha definido, en esta sección se comenta la evolución de los últimos meses en la forma habitual.

En Febrero de 2004 los fondos acumulados de jubilaciones y pensiones alcanzaron un valor aproximado de \$ 48.023 millones, esto es un 12,7% del valor del PIB estimado para el año 2003. Este monto representó un significativo aumento de cerca de \$ 9.347 millones (ó 24,2%) con respecto al stock acumulado en Diciembre de 2002, frente a un crecimiento del IPC de sólo 4,2% en ese período. La suba ocurrió básicamente debido al rendimiento devengado de los títulos públicos nacionales (que volvieron a reemplazar a la mayoría de los préstamos garantizados a partir de Agosto de 2003) y a la favorable evolución del mercado accionario durante 2003 y primer bimestre de 2004.

La rentabilidad histórica del sistema alcanzó 15,1% nominal anual hacia Febrero de 2004, mientras que el mismo indicador superó el 10% real (ajustado por IPC) en esa fecha. En el último año la rentabilidad real fue superior a la del promedio histórico. De esta forma, el rendimiento mejoró debido al de los últimos dos años, ya que en 1998 y 2001 había resultado negativo. La alta concentración del sistema tras las fusiones autorizadas significó que las cuatro mayores administradoras respondan por el 73% de los fondos totales del sistema y por el 68% del total de

los afiliados y aportantes, repartiéndose el resto entre otras ocho empresas de menor magnitud. Sin embargo, en los últimos meses la concentración disminuyó levemente, ya que hubo numerosos traspasos entre administradoras.

Durante el último año el número de afiliados al sistema de capitalización ascendió levemente, llegando a 9,5 millones en Febrero de 2004. El número de aportantes sin embargo fue de sólo 3,5 millones en ese mes, si bien registró un significativo incremento del 18% sobre igual período del año anterior. Se quebró así la tendencia a la baja de los aportantes observada en los tres años anteriores. De esta forma, la relación entre aportantes y afiliados mejoró suavemente hasta niveles del 37%. Este indicador, que había bajado sistemáticamente entre 1998 y 2002 (debido al permanente aumento de los afiliados frente al estancamiento casi total de los aportantes), es una señal de la magnitud que alcanza la evasión de los aportes previsionales.

Es a la vez ilustrativo el hecho de que aproximadamente 96% del total de los aportantes sean trabajadores en relación de dependencia, lo que revela el escaso interés que despierta el sistema entre los autónomos. Además, en los últimos años muchos autónomos con aportes bajos, inscriptos como monotributistas, fueron reasignados al sistema estatal de reparto. Existen actualmente unos 157 mil beneficiarios vigentes del nuevo sistema. Los fondos promedio acumulados por afiliado alcanzaron aproximadamente a \$ 5.000 en Febrero pasado. Si se considerara sólo a los aportantes efectivos actuales, ese cociente teórico ascendería como máximo hasta cerca de \$ 14.000.

La recaudación previsional de las AFJP se recuperó parcialmente frente a sus niveles mínimos de principios de 2003, sumando en Febrero de 2004 aproximadamente \$ 291 millones. Este monto resultó 77% superior al del mismo mes del año anterior. La suba se explica en parte por el aumento de las alícuotas del 5% al 7% del salario, y en menor medida por el aumento del

número de aportantes y la suba del ingreso medio. La recaudación anual acumulada hasta Febrero pasado se aproximó así a \$ 3.000 millones, alrededor del 50% mayor a la del año anterior, pero todavía sensiblemente menor a la de los años con niveles más altos (1998 a 2000). La recaudación promedio por aportante fue de \$ 82 en dicho mes, lo que corresponde a una remuneración aproximada mensual de \$ 1.100. La comisión promedio del sistema se ubicó en 2,54% del ingreso imponible, repartiéndose esta cifra entre los seguros obligatorios (1,19%) y la comisión neta (1,35%). La suba de la comisión durante el último año se debió al incremento del costo de los seguros.

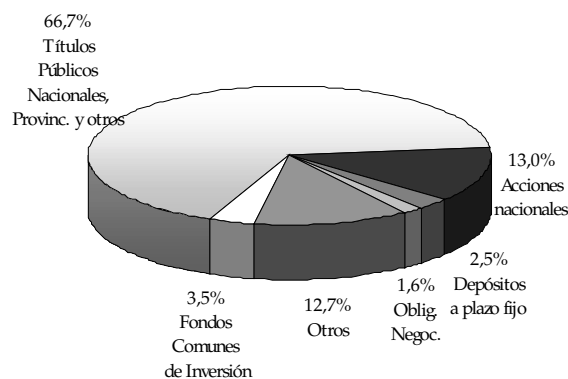
En los Cuadros 7.3 y A7.4 (este último del Apéndice Estadístico) y en el Gráfico 7.7 puede observarse en detalle la composición de los fondos que administran las AFJP. En el Cuadro 7.3 se observa que desde principios de 2003 se produjeron pocos cambios en dicha cartera. Los préstamos garantizados volvieron a ser masivamente convertidos –en Agosto de 2003– en los títulos públicos nacionales previos al canje de 2001. En conjunto ambos disminuyeron su participación, mientras que los títulos provinciales y municipales aumentaron levemente la suya. Se recuperaron los montos colocados en acciones y fondos comunes de inversión. Los títulos emitidos por sociedades extranjeras se mantuvieron sin cambios, mientras que cayeron los depósitos a plazo fijo.

Analizando detalladamente se observa que los Títulos Públicos Nacionales son, con gran margen, el instrumento de mayor participación en las carteras, reuniendo el 64,8% de las inversiones en Febrero de 2004. Nuevamente la mayor parte de ese porcentaje (91,4% de los títulos ó 59,2% del total del patrimonio) corresponde actualmente a los originales títulos públicos emitidos durante los años de la Convertibilidad. Los Préstamos Garantizados al gobierno nacional, pro-

venientes del canje de deuda pública de fines de 2001, disminuyeron bruscamente su importancia hasta sólo 4,7% del total, debido a que las AFJP en su gran mayoría rechazaron la propuesta del gobierno de transformarlos en activos en pesos, y eligieron volver a los títulos originales denominados en dólares<sup>5</sup>. Los títulos emitidos por otros entes estatales (cédulas hipotecarias, bancos, gobiernos provinciales y municipales) representaban a fines de Febrero de 2004 el 1,9% de los fondos totales, habiendo disminuido levemente en el último trimestre.

Las acciones en sus dos categorías (de sociedades anónimas y de empresas públicas privatizadas) recuperaron participación en las inversiones en los últimos meses. En Febrero de 2004 representaban 13% del total de la cartera, frente a sólo 6,6% en Diciembre de 2002. Con ello se ubicaron en segundo lugar en el ranking de inversiones, superando a los títulos de sociedades extranjeras y los certificados a plazo fijo. Esto se produjo básicamente debido a la muy importante mejora en las cotizaciones bursátiles ocurrida a lo largo de 2003 y principios de 2004.

**GRAFICO 7.7**  
Inversiones de las A.F.J.P. al 29-Febrero-2004  
*Participación porcentual en el total de las carteras*



<sup>5</sup> Entre los restantes títulos se destacan los bonos externos globales con vencimiento en 2031.

## MERCADO DE CAPITALES

### GRAFICO 7.7

Inversiones de las A.F.J.P. al 29-Febrero-2004

Participación porcentual en el total de las carteras

	31-Dic-01		31-Dic-02		31-Dic-03		29-Feb-04	
	Montos	% sobre el Fondo	Montos	% sobre el Fondo	Montos	% sobre el Fondo	Montos	% sobre el Fondo
<b>I. Disponibilidades</b>	<b>463.525</b>	<b>2,2</b>	<b>485.610</b>	<b>1,3</b>	<b>724.317</b>	<b>1,5</b>	<b>704.608</b>	<b>1,5</b>
<b>II. Inversiones</b>	<b>20.322.733</b>	<b>97,8</b>	<b>38.190.823</b>	<b>98,7</b>	<b>46.160.858</b>	<b>98,5</b>	<b>47.318.779</b>	<b>98,5</b>
Títulos Públicos emitidos por la Nación	13.559.302	65,2	29.177.334	75,4	30.928.544	66,0	31.111.740	64,8
Tit. Púb. emitidos por la Nación Negociables	1.417.463	6,8	3.360.244	8,7	28.286.164	60,3	28.443.469	59,2
Tit. Púb. emitidos por la Nación a término	95.970	0,5	394.477	1,0	430.529	0,9	427.516	0,9
Tit. Púb. Nacionales Garantizados	40.761	0,2	93.334	0,2	0	0,0	0	0,0
Fideicomisos financieros	15.704	0,1	9	0,0	9	0,0	0	0,0
Préstamos al Gob. Nacional Garantizados	11.989.404	57,7	25.329.270	65,5	2.211.842	4,7	2.240.755	4,7
Títulos emitidos por Entes Estatales	569.250	2,7	483.840	1,3	1.020.725	2,2	926.398	1,9
Títulos de Entes Estatales negociables	22.668	0,1	29.693	0,1	68.404	0,1	24.689	0,1
Títulos de Entes Estatales a término	0	0,0	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Títulos de Gobiernos Provinciales	454.663	2,2	337.974	0,9	696.885	1,5	631.980	1,3
Títulos de Gobiernos Municipales	91.919	0,4	116.173	0,3	255.436	0,5	269.729	0,6
Obligaciones Negociables a Largo Plazo	280.491	1,3	114.282	0,3	423.856	0,9	463.912	1,0
Obligaciones Negociables a Corto Plazo	70.717	0,3	295.196	0,8	299.605	0,6	299.568	0,6
Depósitos a Plazo Fijo	2.263.934	10,9	988.855	2,6	1.509.007	3,2	1.208.244	2,5
Certificados de Plazo Fijo	2.121.977	10,2	988.855	2,6	1.256.733	2,7	721.154	1,5
Certificados de Plazo Fijo ajustables por CER	0	0,0	0	0,0	238.709	0,5	419.474	0,9
Plazos Fijos de tasa variable	0	0,0	0	0,0	0	0,0	31.500	0,1
Plazos Fijos de rendimiento variable	23.684	0,1	0	0,0	13.565	0,0	36.116	0,1
Plazos Fijos con opción cancelac. anticipada	118.273	0,6	0	0,0	0	0,0	0	0,0
Acciones de Sociedades Anónimas	1.953.345	9,4	2.429.647	6,3	5.200.217	11,1	5.899.979	12,3
Acciones de Empresas Públicas Privatizadas	174.967	0,8	101.938	0,3	342.523	0,7	358.822	0,7
Fondos Comunes de Inversión	691.137	3,3	712.198	1,8	1.291.257	2,8	1.673.700	3,5
Fondos Comunes de Inversión Cerrados	11.196	0,1	47.213	0,1	0	0,0	0	0,0
Fondos Comunes de Inversión Abiertos	398.550	1,9	379.544	1,0	1.111.239	2,4	1.574.606	3,3
Fideicomisos Financieros	281.391	1,4	285.441	0,7	180.018	0,4	99.094	0,2
Títulos emitidos por Estados Extranjeros	0	0,0	73.681	0,2	17.580	0,0	17.349	0,0
Títulos emitidos por Sociedades Extranjeras	383.049	1,8	3.377.150	8,7	4.532.034	9,7	4.822.386	10,0
Acciones de Sociedades Extranjeras	327.339	1,6	2.300.831	5,9	3.552.888	7,6	3.811.927	7,9
Títulos emitidos por Sociedades Extranjeras	29.406	0,1	789.186	2,0	50.695	0,1	39.370	0,1
Fondos comunes de inversión según art. 3 Instrucc. 18/00	26.304	0,1	287.133	0,7	470.659	1,0	518.271	1,1
Fondos de inversión extranjeros negociables	0	0,0	0	0,0	457.792	1,0	452.818	0,9
Economías Regionales	320.456	1,5	373.646	1,0	522.848	1,1	514.925	1,1
Cédulas y Letras Hipotecarias	4.441	0,0	1.439	0,0	949	0,0	788	0,0
Contratos de Futuros y Opciones	2.836	0,0	2.836	0,0	2.836	0,0	0	0,0
Fondos de Inversión Directa	48.278	0,2	58.365	0,2	68.656	0,1	20.741	0,0
Total Inversiones en trámite irregular neto de provisiones	530	0,0	416	0,0	221	0,0	227	0,0
<b>III. Total Fondo de Jubilaciones y Pensiones (I + II)</b>	<b>20.786.258</b>	<b>100,0</b>	<b>38.676.433</b>	<b>100,0</b>	<b>46.885.175</b>	<b>100,0</b>	<b>48.023.387</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.)

Una de las categorías de inversión que se han consolidado en los últimos años fue la de los títulos de sociedades extranjeras, en general certificados representativos de acciones extranjeras que se negocian en la bolsa local (particularmente de empresas privatizadas). Su participación se incrementó en Febrero de 2004 hasta abarcar el 10% del total de inversiones, frente al 8,3% del mismo mes del año anterior. Se posicionaron así en el tercer

lugar en el ranking de preferencia de las administradoras.

Los fondos comunes de inversión apenas se recobraron parcialmente en los últimos meses. En Febrero pasado representaron 3,5% del total de la cartera, frente a sólo 1,8% a fines de 2002. Sin embargo, en Diciembre de 2000 habían llegado a abarcar el 8,2% del total de los fondos administrados, por lo que aún

continúan en niveles históricos muy bajos. 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.

Los depósitos a plazo fijo ocuparon en Febrero de 2004 el quinto lugar en el ranking de las administradoras, mostrando últimamente una fuerte caída. Reuniendo sólo un 2,5% del total de los fondos administrados, los depósitos a plazo fijo han caído a menos de la cuarta parte de lo que significaban a fines de 2001. La reciente baja de los plazos fijos se

explica por el derrumbe de las tasas de interés pasivas, hasta niveles menores de los del período de convertibilidad, debido a la abundante liquidez del sistema bancario. Además, las medidas de restricción financiera de fines de 2001 y 2002 ya los habían relegado como alternativa confiable de inversión.

Finalmente, las obligaciones negociables avanzaron levemente su participación en el total de fondos administrados, hasta significar el 1,5% del total de inversiones en Febrero pasado, frente al 1,1% registrado a fines de 2002.





# Dinero y Bancos

## I. Síntesis del año

■ En el año 2003 el panorama monetario y financiero se caracterizó por una evolución favorable de casi todas las variables, al consolidarse el proceso de estabilización económica y financiera iniciado a fines de 2002. Un firme manejo de la política económica y la implementación de una política cambiaria consistente lograron revertir la dinámica divergente que revelaron las variables financieras a partir de la grave crisis desencadenada a fines de 2001.

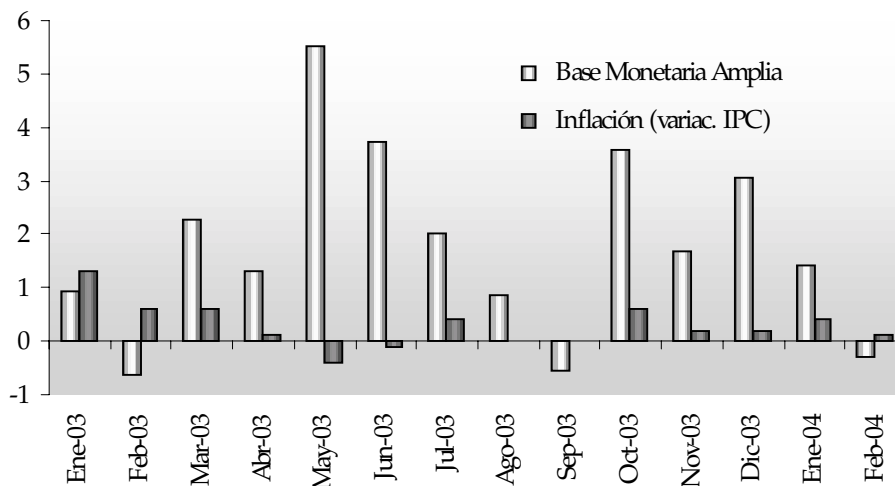
La mayor confianza en la moneda doméstica, la revisión a la baja de las expectativas de inflación y la recuperación de la actividad económica -en un contexto de normalización tanto del mercado cambiario y de capitales como del sistema financiero-, generaron una mayor la demanda de saldos monetarios reales.

En tal contexto, se completó exitosamente el levantamiento de las restricciones financieras impuestas desde diciembre en 2001, y los nuevos depósitos del sector privado comenzaron a acompañar la reactivación económica.

La política monetaria del BCRA atendió las necesidades de liquidez de la economía básicamente a través de la monetización del superávit de la cuenta corriente. La progresiva normalización de las condiciones monetarias y financieras fue completada con el Programa de Unificación Monetaria, que implicó la eliminación de monedas de circulación limitada ("cuasimonedas" provinciales) por dinero de circulación nacional controlado por la autoridad monetaria, y con la liberación de los depósitos.

La expansión de la base monetaria amplia y la emisión de LE-

**GRAFICO 8.1**  
Emisión monetaria y estabilidad de precios  
*Variación % mensual*



BAC evidenciaron la continuidad de una política monetaria flexible y por sobre todo creíble, sin costos en términos de inflación. La emisión de LEBAC continuó realizándose a tasas decrecientes, consolidándose el rol de “tasa de referencia” que se pretendía que tuvieran estos instrumentos. Los medios de pago privados continuaron evolucionando según las necesidades de monetización de una economía en proceso de recuperación.

Junto a un crecimiento de los agregados monetarios compatible con una baja significativa en la tasa de inflación se logró cumplir ampliamente con las metas cuantitativas previstas en el programa monetario. Con un incremento de la base monetaria amplia de \$ 9.827 millones para todo el año, el sobrecumplimiento de la meta correspondiente acordada con el FMI fue de \$ 878 millones. El aumento de los activos internos netos, por su parte, fue inferior a la meta en \$ 6.396 millones. Contrariamente a lo ocurrido en 2002, el crecimiento de la base monetaria amplia resultó, exclusivamente, del superávit externo del sector privado en virtud de la mejora de la situación fiscal y del fortalecimiento del sistema financiero.

A lo largo del año el BCRA adoptó cambios en la regulación prudencial, de tal forma de asegurar el nivel de liquidez y de solvencia del sistema financiero y sentar las bases para el retorno del crédito. Por un lado, se instrumentó una reducción en los encajes legales, que junto al incremento de los depósitos en el sistema permitió resolver el preocupante problema de liquidez que presentaban los bancos en 2002. En diciembre de 2003 los bancos registraron un excedente de liquidez en relación a la exigencia del BCRA que alcanzó a los \$ 11.500 millones.

Por otra parte, con el propósito de contribuir al reestablecimiento de las condiciones de viabilidad económica del sistema bancario -en el marco de la política de refinanciación de redescuentos- se implementó un sistema por el cual los bancos pueden “calzar” los flujos de pagos de los adelantos y redescuentos adeudados al BCRA con el flujo de cobros que los bancos reciben

por los títulos públicos en su activo. Además, el BCRA obligó a las entidades que quisieran beneficiarse de este sistema a un esquema para la reestructuración de deudas externas. De tal forma, las entidades privadas iniciaron procesos de reestructuración y cancelación de deuda con el exterior. Se regularizaron o extendieron plazos de obligaciones por U\$S 6.000 millones. La estructura de fondeo de los bancos privados reveló una caída de la participación de las obligaciones negociables y líneas de crédito del exterior (de representar 24% del total de financiamientos en 2002 pasaron a representar un 16% en 2003).

Todas estas medidas, si bien implicaron una mejora en la situación de los bancos, no bastaron para lograr una recuperación sostenida del crédito. En el año los préstamos en pesos al sector privado no financiero cayeron 5,1%, aunque con una tendencia favorable ya que la caída se fue desacelerando a partir de agosto, y el último trimestre de 2003 arrojó un aumento tanto de los préstamos en pesos como en dólares. En esta incipiente recuperación influyeron los cambios definidos por el BCRA en las regulaciones sobre garantías y clasificación de deudores a efectos de facilitar el acceso al crédito de empresas con balances que revelan el impacto de la crisis económica de los últimos años pero con buenas perspectivas en sus negocios.

En otro orden, en noviembre de 2003 el Congreso de la Nación aprobó, a través de la Ley N° 25.796, la compensación por la indexación asimétrica de depósitos y préstamos. Esta ley fue reglamentada por el Poder Ejecutivo Nacional a principios de 2004 (Decreto N° 117 /04). Con esta medida se buscó compensar a las entidades financieras por el desajuste financiero que les provocó la indexación de los depósitos a través del CER (coeficiente de estabilización de referencia) y de los créditos a través del CVS (coeficiente de variación salarial). En este sentido, quedó abierto el camino para la entrega a las entidades bancarias de hasta \$ 2.800 millones en bonos para cubrir dicho desfase. Según la reglamentación, la adhesión a las compensaciones tiene carácter voluntario, y los bancos que la acepten

recibirán bonos públicos con vencimiento en el año 2013. Estos títulos se emitirán a una tasa variable que fijará el BCRA. Las compensaciones finalizarán una vez que el valor acumulado de un capital ajustado por el CVS, más la tasa promedio del sistema, iguale o supere el valor acumulado del CER más la tasa del 2% anual. En caso de que el plazo de alguna de las líneas de crédito “pesificadas” exceda el vencimiento de los bonos en el 2013 y el mecanismo de compensación siga vigente, el resarcimiento a la banca se hará en efectivo.

En diciembre de 2003, luego de dos años de pérdidas fuertemente significativas los bancos privados arrojaron un resultado positivo que implicó el inicio de una recomposición de las utilidades del sector bancario. El cambio de tendencia observado en la segunda mitad de 2003 hizo que la mejora de la rentabilidad con respecto a 2002 alcanzara a 8,8 puntos porcentuales (la rentabilidad en el cuarto trimestre de 2003 fue 0,6% en términos del activo neto).

La calidad de la cartera de financiaciones al sector privado fue mejorando durante el año. El coeficiente de irregularidad de los bancos privados disminuyó 6 puntos porcentuales con relación a 2002, con una tendencia a la baja acentuada a fines de año.

## II. Metas Monetarias

En septiembre de 2003 el Gobierno Nacional firmó un nuevo Acuerdo con el Fondo Monetario Internacional<sup>1</sup> que, en térmi-

nos de política monetaria, prevé la transición hacia un régimen de metas de inflación que estará vigente a fines de 2004 e incluye al Programa Monetario 2003 presentado por el BCRA en julio<sup>2</sup>. En la evolución de la base monetaria amplia no se ha previsto para el año 2004 cambio significativo en el crédito interno, con un crecimiento del mismo explicado sólo por las operaciones externas del BCRA. Continuará el proceso de monetización de la economía, con un crecimiento estimado de 17% en la cantidad nominal de dinero<sup>3</sup>.

Se han previsto, asimismo, reformas estructurales para el sistema financiero<sup>4</sup> relacionadas, fundamentalmente, con el fortalecimiento del sistema bancario. Mediante la adopción del régimen de metas de inflación, el Gobierno se ha comprometido a aumentar la eficiencia y la transparencia de la política monetaria. Se ha definido como criterio estructural de cumplimiento exigible la compensación por la indexación asimétrica para los bancos y la eliminación de la flexibilización de las reglas sobre la clasificación, provisionamiento y reestructuración de créditos privados resueltos por el Gobierno Nacional en el primer semestre de 2003.

Se han establecido metas cuantitativas que incluyen criterios de desempeño exigibles o indicativos<sup>5</sup>. El sector monetario debe cumplir con tres metas cuantitativas de periodicidad bimestral para 2003, y trimestral, para 2004. Las metas exigibles se refieren a cumplir con un monto mínimo de reservas internacionales netas (RIN)<sup>6</sup> y un monto máximo de activos internos netos (AIN). En tanto, la indicativa se refiere a un sendero para la

<sup>1</sup> El Acuerdo establece el otorgamiento de un crédito “stand by”, por tres años, para la refinanciación de U\$S 12.500 millones en concepto de pagos de capital que el país debía abonar al organismo internacional entre septiembre de 2003 y agosto de 2006.

<sup>2</sup> Ver Informe Económico N° 46.

<sup>3</sup> La proyección de inflación incluida en el Acuerdo para el 2004 es de 7% a 11%; y el crecimiento previsto de PIB real es 4%, posteriormente revisada a 5,5%.

<sup>4</sup> En [http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/fin\\_acuerdo.htm](http://www.mecon.gov.ar/finanzas/sfinan/fin_acuerdo.htm) se encuentra la versión completa del Acuerdo con el FMI de septiembre de 2003.

<sup>5</sup> Los criterios indicativos son aquellos cuyo incumplimiento no lleva a la suspensión del Acuerdo.

<sup>6</sup> Las RIN se definen como reservas internacionales brutas del BCRA menos la suma de los pasivos del BCRA denominados en moneda extranjera con madurez original menor al año, los pasivos con el FMI y la posición neta de derivados. En el Acuerdo anterior sólo se restaban los pasivos con el FMI. Esta meta se ajusta a desembolsos que realicen el Banco Mundial y el Banco Interamericano de Desarrollo o pagos de capital que se deban realizar a dichos organismos y a los eventuales pagos que surjan de la reestructuración de la deuda pública. 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 cierre.

**CUADRO 8.1**  
Metas monetarias acordadas con el FMI

Metas monetarias	Unidad	Octubre de 2003			Diciembre de 2003		
		Meta	Observado	Desvío (*)	Meta	Observado	Desvío (*)
Activos Internos Netos (AIN)	En millones de \$	59.147	56.175	-2.972	62.443	56.047	-6.396
Reservas Internacionales Netas (RIN)	En millones de US\$	-5.118	-4.151	967	-5.060	-3.157	1.903
Base Monetaria amplia indicativa (BMA) -	En millones de \$	44.305	44.137	-168	47.770	46.892	-878

(\*) En AIN y BMA el signo negativo indica sobrecumplimiento y en RIN el signo positiva refleja sobrecumplimiento.

Fuente: BCRA

evolución de la base monetaria amplia (BMA) definida como circulación monetaria, cuenta corriente de las entidades financieras en el BCRA y el stock de cuasimonedas<sup>7</sup>. Cabe notar que la evolución de la BMA se mantiene dentro de las bandas fijadas en el programa monetario de junio de 2003<sup>8</sup>.

En el Cuadro 8.1 se puede observar el muy amplio cumpli-

miento de las metas establecidas en el Acuerdo. A fines de 2003 la base monetaria amplia se ubicó \$ 878 millones por debajo del límite superior de la meta indicativa pauta en \$ 47,770 millones. Los activos internos netos registraron un valor muy inferior (-\$ 6.396 millones) al tope programado, y las reservas internacionales netas superaron en US\$ 1.903 millones el límite inferior acordado para diciembre de 2003.

**CUADRO 8.2**  
Panorama Monetario

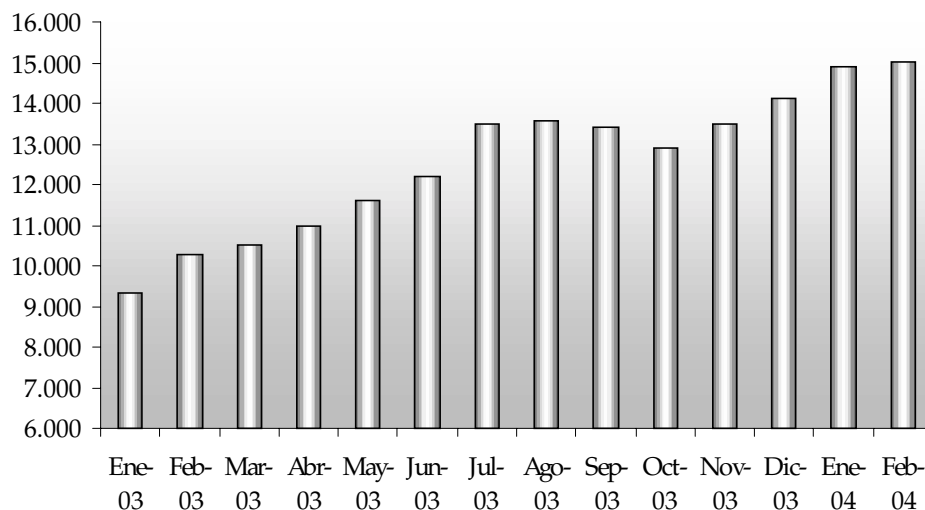
	I-03	II-03	III-03	Oct-03	Nov-03	Dic-03	IV-03	2003	Ene-04	Feb-04	Ene-feb 2004
<b>Variaciones en millones de pesos</b>											
<b>Base monetaria amplia (BMA)</b>	1.376	4.792	19	1.527	739	1.373	3.639	9.827	496	-103	393
Cuasimonedas	-140	-2.215	-2.784	-941	-472	-861	-2.274	-7.413	-107	-2	-108
Base monetaria	2.138	2.696	2.803	2.469	1.211	2.234	5.913	13.550	602	-101	502
Circulación Monetaria	615	2.829	3.074	362	1.009	3.625	4.996	11.514	-1.770	289	-1.480
Billetes y monedas	387	2.672	2.783	312	651	3.199	4.161	10.004	-1.178	298	-880
ByM en bancos	228	157	291	50	358	426	834	1.510	-592	-8	-601
Cuentas Corrientes en el BCRA	901	4.178	-271	2.107	202	-1.391	918	5.726	2.372	-390	1.982
<b>Variación por Activos Internos Netos (AIN)</b>											
Gobierno Nacional	3.181	115	73	607	-173	-439	-5	3.365	-65	-82	-147
LEBAC	-909	-1.077	-1.796	-566	-354	-338	-1.258	-5.040	-939	-566	-1.506
Redescuentos	-783	-553	-443	-59	-121	-55	-236	-2.015	-220	-66	-286
Resto	344	565	87	45	-34	81	93	1.089	94	72	166
Dif. Valor (nominal-real) cuasimonedas	0	-113	-5	-36	-38	-1	-75	-193	0	0	0
<b>Variación por RIN (operaciones c/sector priv)</b>	3.104	6.134	2.119	1.539	1.467	2.125	5.131	16.488	1.628	542	2.170
<b>Oferta de Base Monetaria (AIN)</b>	2.742	15	-289	557	-366	-414	-223	2.246	-191	-76	-267
<b>Demanda de Base Monetaria (BMA)</b>	1.376	4.792	19	1.527	739	1.373	3.639	9.827	496	-103	393
<b>Exceso de Oferta de pesos (dda. US\$)</b>	1.366	-4.777	-308	-970	-1.105	-1.787	-3.862	-7.581	-686	26	-660
<b>Operaciones de LEBAC y NOBAC</b>	-909	-1.190	-1.801	-602	-392	-339	-1.333	-5.233	-939	-566	-1.506

Fuente: Elaborado sobre la base de datos del BCRA

<sup>7</sup> A partir de junio de 2004 todas las metas son indicativas.

<sup>8</sup> Una vez definido el sendero de BMA, los AIN se calculan como la diferencia entre tal BMA y las RIN.

**GRAFICO 8.2**  
Reservas Internacionales del BCRA  
En millones de US\$

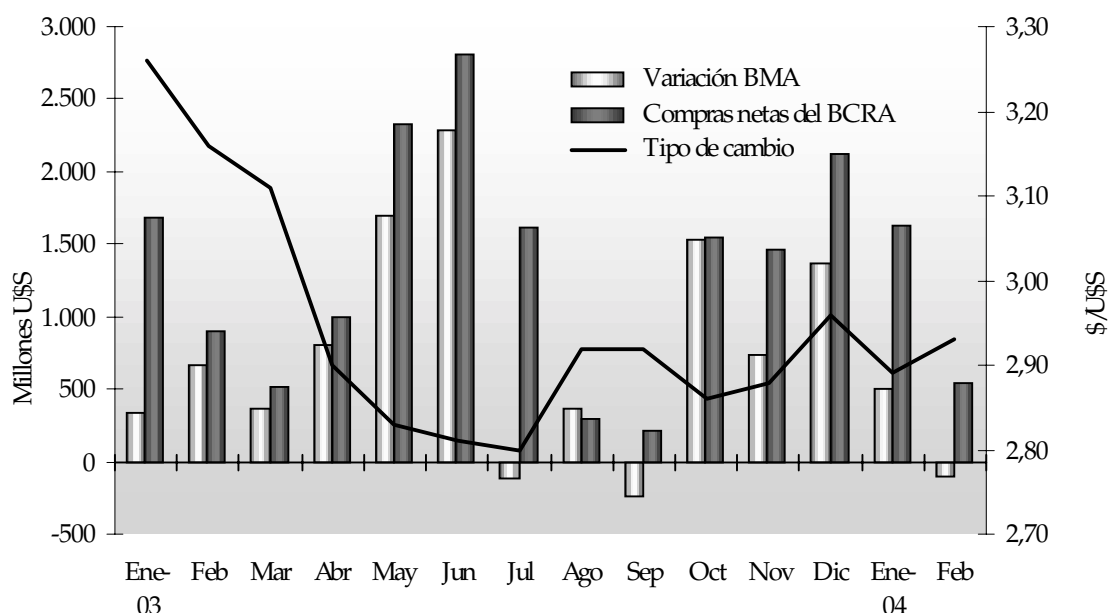


### III. Base Monetaria

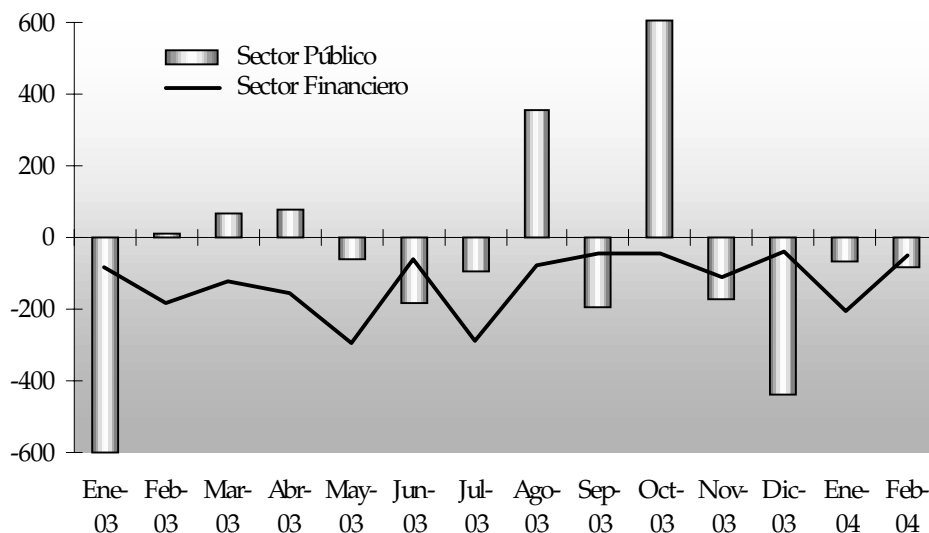
Durante el cuarto trimestre de 2003 la base monetaria evolucionó, nuevamente, de acuerdo a los lineamientos del programa monetario. De tal forma, la política monetaria a lo largo de todo el año fue consistente con un escenario de baja inflación y crecimiento de la economía.

Como ocurrió desde principios de año, entre octubre y diciembre de 2003 el BCRA continuó con la política de abastecer la demanda de liquidez a través del sector externo y, en tal sentido, el principal factor de expansión fueron las compras netas de divisas al sector privado. En octubre también fueron expansivas las operaciones con el sector público por la restitución de fondos al sistema financiero que habían sido utilizados antes del Acuer-

**GRAFICO 8.3**  
Demanda de dinero y compra de divisas al Sector Privado



**GRAFICO 8.4**  
**Expansión de Activos Internos Netos (AIN)**  
*Variación mensual, en millones de pesos*



do con el FMI. Esta expansión fue totalmente compensada por colocaciones de LEBAC, que se fueron realizando a tasas de interés cada vez menores y con una mayor maduración media de la cartera de circulación en pesos. La intervención de la autoridad monetaria en el mercado de cambios hizo que las reservas internacionales del BCRA a fines de diciembre alcanzaran a U\$S 14.119 millones, volviendo al nivel de fines de 2002.

A lo largo del año las operaciones cambiarias del BCRA han permitido, por un lado, reducir la volatilidad del tipo de cambio y, por otro, proporcionar los medios de pago necesarios para una economía en proceso de recuperación. La emisión resultante de estas operaciones, respaldada totalmente por reservas y no destinada a financiar las necesidades de los sectores público o financiero, constituyó la forma más razonable de atender la mayor demanda de dinero.

El principal factor contractivo de la base monetaria durante 2003 fue la colocación de títulos del BCRA (LEBAC funda-

mentalmente)<sup>9</sup>. En el cuarto trimestre implicaron una absorción de \$ 1.258 millones. El aumento en el saldo de estos instrumentos se realizó en un contexto de exceso de demanda de estos títulos, lo que permitió a la vez disminuir las tasas de interés pagadas para los plazos más largos.

La utilización de las LEBAC como instrumento de política económica ha mantenido a lo largo de todo el año el objetivo principal de reducir las tasas de interés de la economía como requisito para la recuperación del crédito y la consolidación de la recuperación económica. En efecto, la vigorosa demanda de pesos y la política monetaria flexible del BCRA hicieron que la colocación de LEBAC se utilizara hasta mediados de año con el objetivo fundamental de establecer una tasa de referencia en el mercado. En tanto, en julio y agosto, una mayor demanda de divisas por parte de las empresas y un cierto deterioro en la demanda de pesos hicieron que el BCRA colocara las LEBAC con el propósito adicional de esterilización, aunque logrando man-

<sup>9</sup> En diciembre comenzaron a emitirse títulos de mayor duración (vencen a 3 años), denominados Notas del Banco Central (NOBAC). Se han venido colocando en su versión ajustable por CER y, a diferencia de las LEBAC, pagan un cupón semestralmente que se devenga sobre el capital ajustado por el índice de inflación de acuerdo al coeficiente mencionado. La tasa implícita en la última colocación de 2003 fue de 6% anual, y el stock en circulación alcanzaba a VN \$178 millones.

**CUADRO 8.3****Programa de Unificación Monetaria**  
*En millones de pesos*

Cuasimoneda	Rescate por pesos	
	Valor Nominal	Valor de Rescate
BOCADE	167	155
BOCANFOR	85	70
BONOSCAT	56	56
CECACOR	249	185
FEDERALES	255	193
LECOP	3.187	3.187
LECOR	649	620
PATACON	2.644	2.644
QUEBRACHO	99	88
<b>TOTAL</b>	<b>7.391</b>	<b>7.198</b>

Fuente: BCRA

tener el objetivo principal de reducción de las tasas de interés.

El rescate de cuasimonedas implicó una absorción de pesos, debido a que se realizaron rescates de bonos provinciales a precios inferiores a la paridad. Al 31 de diciembre de 2003 la contracción acumulada de base monetaria amplia por diferencias de precios asciende a \$ 193 millones. Si se le agregan a esta cifra las cuasimonedas canjeadas por títulos escriturales, la reducción de BMA por rescate de monedas en el marco del Programa de Unificación Monetaria (P.U.M.)<sup>10</sup> asciende a \$ 213 millones.

Desde abril de 2003 el monto total de cuasimonedas retirado de circulación es de V.N.\$ 7.508 millones, 98% del stock a tal fecha. De ese total, VN\$ 7.391 millones fueron rescatados en el marco del P.U.M., \$ 20 millones quedaron sujetos a canje por títulos escriturales, VN\$ 78 millones los rescató la Provincia de

Mendoza con recursos propios, y VN \$ 19 millones fueron rescatados por la Provincia de La Rioja con fondos del Programa de Financiamiento Ordenado. La expansión monetaria resultante fue de \$ 7.198 millones, equivalente al monto retirado de circulación en valor de rescate en el marco del P.U.M. En tanto, la disminución de la base monetaria amplia asociada al rescate de monedas fue de \$ 309 millones. En el Cuadro 8.3 se puede observar que, del total rescatado a través del P.U.M., 43% correspondió a Lecop, y 36% a Patacones.

Una demanda creciente de saldos reales acompañó la significativa expansión de base monetaria del año (\$ 9.827 millones) en un contexto de tasas de inflación decrecientes. El aumento de la circulación monetaria alcanzó a \$ 4.996 millones en el último trimestre, y a \$ 11.514 en el año. Por su parte, las cuentas corrientes de los bancos en el BCRA se incrementaron \$ 5.726 en 2003, revelando el alto nivel de liquidez del sistema.

En los dos primeros meses de 2004 la base monetaria amplia evolucionó de acuerdo al Programa Monetario 2004. El BCRA continuó con la política de abastecer la demanda de liquidez a través del sector externo y, como ocurrió durante 2003, el principal factor de expansión de la BMA fue la compra neta de divisas al sector privado. Gran parte de la expansión fue compensada por la colocación de títulos del BCRA (en particular, LEBAC), que continúa siendo el principal factor contractivo de la base.

## IV. Agregados Monetarios

La evolución de los agregados monetarios que se presenta en el Cuadro 8.4 evidencia la progresiva normalización registrada en las condiciones monetarias desde comienzos de año. Esta normalización cobra mayor trascendencia en el marco del levantamiento de las restricciones financieras impuestas desde fines de 2001<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Instrumentado en mayo a través de los Decretos del Poder Ejecutivo Nacional N° 25.736 (ver Informe Económico N°46).

<sup>11</sup> Ver detalle en ediciones anteriores de este Informe Económico.

**CUADRO 8.4**

**Agregados Bimonetarios (a)**

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

	Bill. y monedas en pesos	Ctas. ctes. en pesos	MI	Ctas. ctes. en dólares	MI*	Cajas de ahorro en pesos	Plazo fijo en pesos
	(1)	(2) (b)	(3)=(1)+(2)	(4)	(5)=(3)+(4)	(6)	(7)
Julio 02	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)	16.175	18.893	35.068	354	36.215	9.435	33.167
Febrero	16.532	19.081	35.613	450	37.054	9.191	34.063
Marzo	17.018	18.447	35.465	467	36.805	8.917	35.190
Abril	17.386	18.345	35.731	448	37.008	9.309	36.819
Mayo	18.184	20.145	38.329	455	39.632	9.716	37.874
Junio	19.489	20.865	40.354	473	41.682	10.630	38.254
Julio	21.210	21.453	42.663	462	44.017	12.203	37.740
Agosto	22.012	22.447	44.459	466	45.843	13.249	35.748
Septiembre	22.290	22.092	44.382	472	45.756	13.498	36.323
Octubre	22.656	24.595	47.251	487	48.652	14.102	36.527
Noviembre	23.511	26.252	49.763	420	51.018	14.431	39.066
Diciembre	26.655	27.148	53.803	378	54.912	14.615	38.097
Ene-04	25.518	28.304	53.822	384	54.948	16.575	38.584
Febrero	25.805	28.157	53.962	477	55.361	17.416	38.031

	VARIACIONES PORCENTUALES						
	Bill. y monedas en pesos	Ctas. ctes. en pesos	MI	Ctas. ctes. en dólares	MI*	Cajas de ahorro en pesos	Plazo fijo en pesos
I - 03	3,9%	-7,1%	-2,1%	22,9%	--	-2,6%	14,4%
II - 03	14,5%	13,1%	13,8%	1,3%	13,2%	19,2%	8,7%
III - 03	14,4%	5,9%	10,0%	-0,2%	9,8%	27,0%	-5,0%
IV-03	19,6%	22,9%	21,2%	-19,9%	20,0%	8,3%	4,9%
Año 2003	62,7%	36,7%	48,5%	-0,5%	--	59,6%	23,9%
Feb-04/Dic-03	-3,2%	3,7%	0,3%	26,2%	0,8%	19,2%	-0,2%

(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, última columna.

(\*) Cifras provisionarias

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

A lo largo de 2003 se registró una significativa recuperación de billetes y monedas tanto en términos nominales (62,7%) como reales (59,0%). Tal crecimiento, junto al aumento de las cuentas corrientes en pesos (36,7%), arrojó un valor del agregado monetario M1 que fue 48,5% superior al de fines de diciembre

de 2002. También evolucionaron positivamente las cajas de ahorro (59,6%) y los depósitos a plazo fijo en pesos, los que al crecer 23,9% alcanzaron los \$ 38.097 millones a fines de diciembre de 2003.

De tal forma, el agregado monetario M3 se ha recuperado a lo largo del año hasta alcanzar a \$ 112.211 millones a fines de



CUADRO 8.4 (Cont.)

Agregados Bimonetarios (a)

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

	M3	Cajas de ahorro en dólares	Plazo fijo en dólares	M3*	en pesos	Depósitos en dólares	Totales
	(8)=(3)+(6)+(7)	(9)	(10)	(11)=(4)+(8)+ +(9)+(10)	(12)=(2)+ +(6)+(7)	(13)=(4)+ (9)+(10)	(14)= (12)+(13)
Julio 02	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)	77.670	83	448	80.537	61.495	885	64.362
Febrero	78.867	115	453	82.126	62.335	1.018	65.594
Marzo	79.572	123	460	82.586	62.554	1.050	65.568
Abril	81.859	176	489	85.031	64.473	1.113	67.645
Mayo	85.919	193	587	89.455	67.735	1.235	71.271
Junio	89.238	233	631	92.992	69.749	1.337	73.503
Julio	92.606	289	681	96.802	71.396	1.432	75.592
Agosto	93.456	334	730	98.000	71.444	1.530	75.988
Septiembre	94.203	393	774	98.974	71.913	1.639	76.684
Octubre	97.880	408	804	102.769	75.224	1.699	80.113
Noviembre	103.260	439	1.007	108.835	79.749	1.866	85.324
Diciembre	106.515	473	1.091	112.211	79.860	1.942	85.556
Enero	108.981	498	1.148	114.934	83.463	2.030	89.416
Febrero	109.409	537	1.068	115.515	83.604	2.082	89.710
<b>VARIACIONES PORCENTUALES</b>							
	M3	Cajas de ahorro en dólares	Plazo fijo en dólares	M3*	en pesos	Depósitos en dólares	Totales
I - 03	4,5%	132,1%	10,8%	--	4,7%	23,8%	--
II - 03	12,1%	89,4%	37,2%	12,6%	11,5%	27,3%	12,1%
III - 03	5,6%	68,7%	22,7%	6,4%	3,1%	22,6%	4,3%
IV-03	13,1%	20,4%	41,0%	13,4%	11,1%	18,5%	11,6%
Año 2003	39,9%	792,5%	162,9%	--	33,6%	129,0%	--
Feb-04/Dic-03	2,7%	13,5%	-2,1%	2,9%	4,7%	7,2%	4,9%

(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, última columna.

(\*) Cifras provisionarias

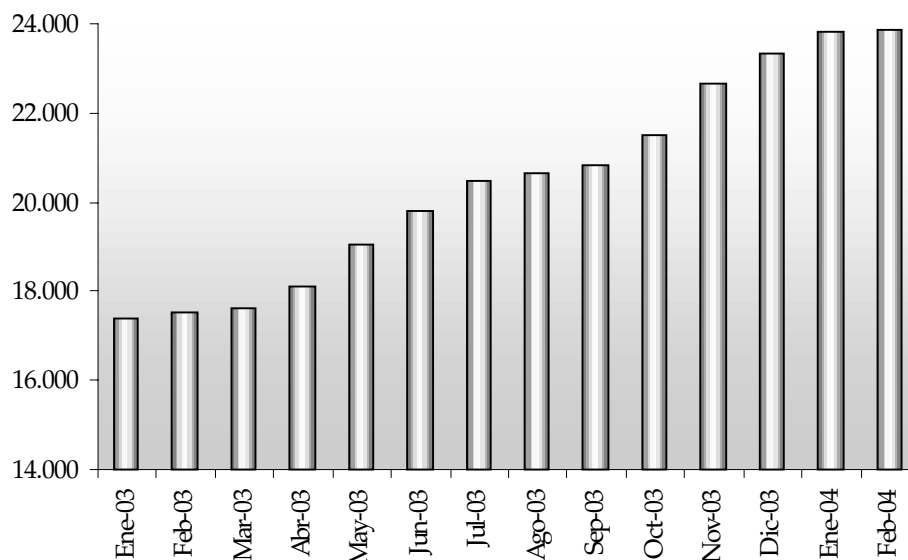
Fuente: Elaborado sobre la base de datos suministrados por el BCRA.

diciembre. Dada la evolución de los precios minoristas, el crecimiento de M3 expresado en términos reales<sup>12</sup> alcanzó a 36,2% desde fines de 2002.

Debe destacarse el crecimiento registrado por las cuentas en dólares: las cajas de ahorro pasaron de U\$S 53 millones a fines de 2002 a U\$S 473 millones a fines de diciembre de 2003, y

<sup>12</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.

**GRAFICO 8.5**  
 Evolución de M3 en términos reales  
 En millones de pesos, deflactado por IPC



los plazos fijos crecieron U\$S 653 millones (162,9%) en el año.

Cabe mencionar que el Programa de Unificación Monetaria ha ido modificando la composición de los medios de pago en la medida en que el rescate de cuasimonedas se ha traducido, en gran parte, en depósitos a la vista<sup>13</sup>. Sin embargo, el impacto del rescate sobre el circulante se ha ido modificando al avanzar el proceso de rescate: las cuasimonedas han ido pasando a manos de empresas, las cuales las dejaron en custodia en las entidades financieras, utilizándolas en el giro habitual de sus negocios (colocaciones a la vista de las empresas). Así, la contrapartida de las cuasimonedas rescatadas se vio cada vez menos reflejada en la circulación monetaria.

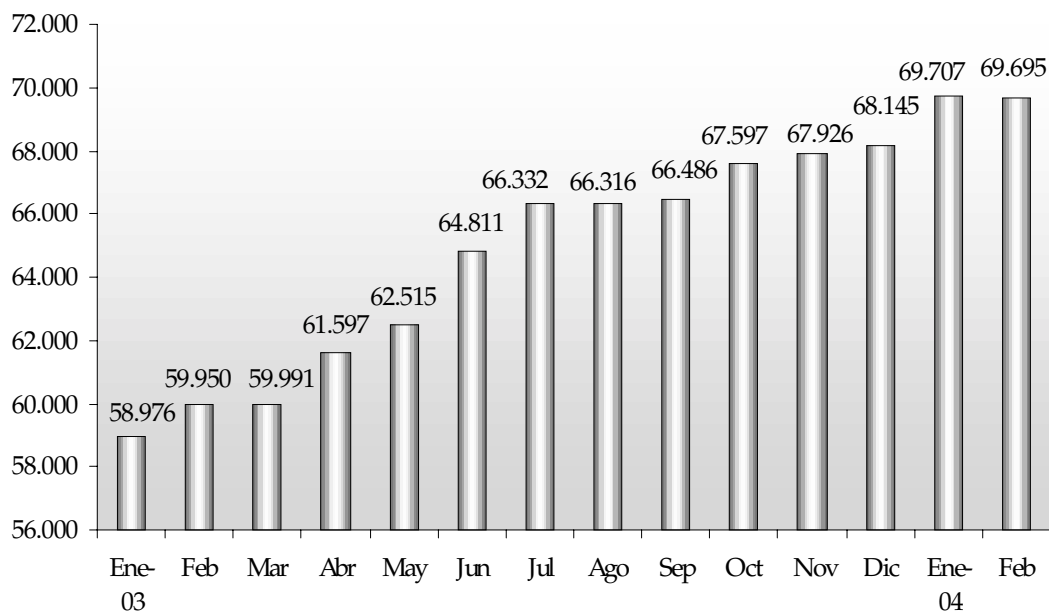
Como se ha detallado en las ediciones anteriores de este Informe Económico, el comportamiento de los depósitos ha sido favorable desde comienzos de 2003. Esta evolución positiva se ha mantenido en el último trimestre del año. Con respecto a los últimos meses del año, un aspecto particular a señalar es el significativo crecimiento de las cuentas corrientes del sector público

en octubre (\$ 1.600 millones). Este incremento se debe, por un lado, al reintegro de los depósitos que el sector público debió utilizar con anterioridad al Acuerdo con el FMI concretado en septiembre y, por otro, al mayor superávit primario registrado en el mes.

Luego de dos meses de caída, los depósitos a plazo del sector privado en pesos aumentaron en octubre. Esta evolución no se vio afectada por las colocaciones provenientes del "corralón", ya que los últimos vencimientos de éstos fueron en septiembre. Se produjo un traspaso de fondos hacia plazos más largos, reflejando la preferencia por mayores rendimientos en un contexto de estabilidad de tasas de interés. Sin embargo, el aumento de los depósitos a más de 60 días fue mayor a la disminución de las colocaciones a plazos inferiores, lo que estaría indicando el ingreso de nuevos fondos a esos plazos largos. En noviembre entró en vigencia la decisión del BCRA (Comunicación A4.032) por la cual se incrementó de 7 a 30 días el plazo mínimo de captación de los depósitos a plazo, lo que influyó en la composición del stock de depósitos a plazo del sector privado. El 70%

<sup>13</sup> Asimismo, la posibilidad de eludir el impuesto a los débitos y créditos bancarios ha favorecido también la mayor demanda de efectivo.

**GRAFICO 8.6**  
**Depósitos Privados en pesos**  
*En millones de pesos*



de las colocaciones privadas hasta 29 días existentes a fines de octubre se trasladó en noviembre a depósitos a plazo entre 30 y 59 días. Tanto en noviembre como en diciembre se registró una disminución del total de depósitos privados a plazo por motivos estacionales, ya que en tales meses aumenta la demanda de liquidez por parte del público; no obstante, el total de depósitos aumentó por la evolución de las colocaciones a la vista en pesos.

En el último trimestre del año los depósitos privados de efectivo<sup>14</sup> en pesos han crecido \$ 1.659 millones (2,5%), equivalente al 16,3% del incremento registrado por estos depósitos durante el año. En efecto, a fines de diciembre de 2003, los depósitos privados de efectivo alcanzaron a \$ 68.145 millones, \$ 10.151 millones (17,1%) más que a fines de 2002. En los dos primeros meses de 2004 continuaron creciendo (2,3%), llegando a \$ 69.695 millones a fines de febrero.

A fines de 2003 los depósitos totales en pesos alcanzaron a \$ 79.860 millones, valor 33,6% superior al de fines de 2002. Por su parte, los depósitos en dólares también reflejaron un signifi-

cativo crecimiento (18,5%) al pasar de U\$S 848 millones a fines de diciembre de 2002 a U\$S 1.942 millones (Cuadro 8.4). En los dos primeros meses de 2004, el dinamismo de los depósitos en dólares (con una tasa de crecimiento de 7,2%) fue superior aún al de las colocaciones en pesos (4,7% superiores a los de fines de 2003).

## V. Préstamos

Si bien desde principios de 2003 se observaron caídas mensuales en los préstamos en pesos al sector privado no financiero, las mismas se han ido desacelerando a lo largo del año (Cuadro 8.5). A lo largo del tercer trimestre del año la tendencia negativa pareció comenzar a revertirse. De hecho, en agosto se había registrado el primer incremento mensual de los préstamos al sector privado en los últimos tres años. Sin embargo, la caída mensual observada nuevamente en septiembre hizo que el tercer trimestre de 2003 finalizara con una disminución de 0,4% en el nivel de préstamos en pesos al sector privado no financiero.

<sup>14</sup> Es decir, sin incluir otras obligaciones por intermediación financiera (préstamos o financiaciones recibidas, obligaciones negociables, etc.).

**CUADRO 8.5**

Préstamos de las Entidades Financieras (a)  
Fin de período. En millones de pesos (\*)

Fin de	Al Sector Público			Al Sector privado no financiero			TOTAL
	En pesos	En moneda	Total	En pesos	En moneda	Total	
	[1]	[2]	[3]=[1]+[2]	[4]	[5]	[6]=[4]+[5]	
Julio 02	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 (b)	32.545	73	32.618	29.489	1.413	34.067	66.685
Febrero	32.574	83	32.657	28.726	1.415	33.256	65.913
Marzo	33.077	85	33.162	27.851	1.383	31.820	64.982
Abril	33.184	34	33.218	27.430	1.380	31.363	64.581
Mayo	33.007	32	33.039	27.091	1.335	30.913	63.952
Junio	33.233	32	33.265	26.783	1.315	30.475	63.740
Julio	33.356	103	33.459	26.557	1.297	30.357	63.816
Agosto	28.964	102	29.066	26.831	1.252	30.549	59.615
Septiembre	28.106	105	28.211	26.669	1.257	30.328	58.539
Octubre	27.503	106	27.609	26.822	1.297	30.554	58.163
Noviembre	27.465	109	27.574	26.892	1.328	30.860	58.434
Diciembre	26.323	129	26.452	27.034	1.279	30.785	57.237
Enero 04	23.405	131	23.536	26.671	1.335	30.586	54.122
Febrero	22.987	133	23.120	27.180	1.323	31.060	54.180
<b>VARIACIONES PORCENTUALES</b>							
I - 03	10,7%	-67,7%	--	-2,2%	-51,9%	--	--
II - 03	0,5%	-62,4%	0,3%	-3,8%	-4,9%	-4,2%	-1,9%
III - 03	-15,4%	228,1%	-15,2%	-0,4%	-4,4%	-0,5%	-8,2%
IV-03	-6,3%	22,9%	-6,2%	1,4%	1,8%	1,5%	-2,2%
Año 2003	-11,9%	-51,0%	---	-5,1%	-55,5%	--	--
Feb-04/Dic-03	-12,7%	3,1%	-12,6%	0,5%	3,4%	0,9%	-5,3%

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

(b) A partir de enero de 2003 el BCRA volvió 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 la última columna del Cuadro A8.5 del Apéndice Estadístico.

(\*) Cifras provisionarias

Fuente: Elaborado sobre la base de datos del BCRA.

Desde octubre se evidenció una leve recuperación mensual, que hizo que en el cuarto trimestre de 2003 se registrara un incremento de 1,4% en los préstamos en pesos al sector privado no financiero, alcanzando a \$ 27.034 millones, con una caída de 5,1% con respecto a fines de 2002. Esta evolución del mercado crediticio debe interpretarse en el marco de una escasa demanda

de créditos y de una insignificante oferta de préstamos por parte de las entidades financieras.

A mediados de año, con el propósito de reducir la incertidumbre sobre las condiciones financieras a las que quedarán sujetos los fondos prestables y, por lo tanto, de reducir el costo del

crédito-factor esencial para la reactivación del mercado del crédito-, el BCRA autorizó a las entidades a otorgar financiamientos que pudieran actualizarse con la evolución del Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER)<sup>15</sup> (Comunicación “A” 3.987). Se complementó así, por el lado del activo del balance de los bancos, la posibilidad de actualización libremente pactada entre las partes ya prevista por el lado del pasivo a través de los depósitos ajustables por el CER. Con este instrumento se ha logrado, por un lado, brindar una mayor cobertura de potenciales riesgos financieros a deudores y, por otro, eliminar el componente de riesgo inflacionario en un sistema con tasas fijas.

Aunque leve, el incremento registrado en agosto de 2003 en los préstamos en pesos al sector privado constituyó una incipiente señal positiva en el mercado crediticio. Coherentes con la recuperación del consumo, las líneas de crédito que han crecido son las de adelantos y préstamos personales. En septiembre, a pesar de la leve reducción del stock de préstamos otorgados al sector privado no financiero, volvió a registrarse un relativo dinamismo del mismo tipo de préstamo. Se debe tener en cuenta que los

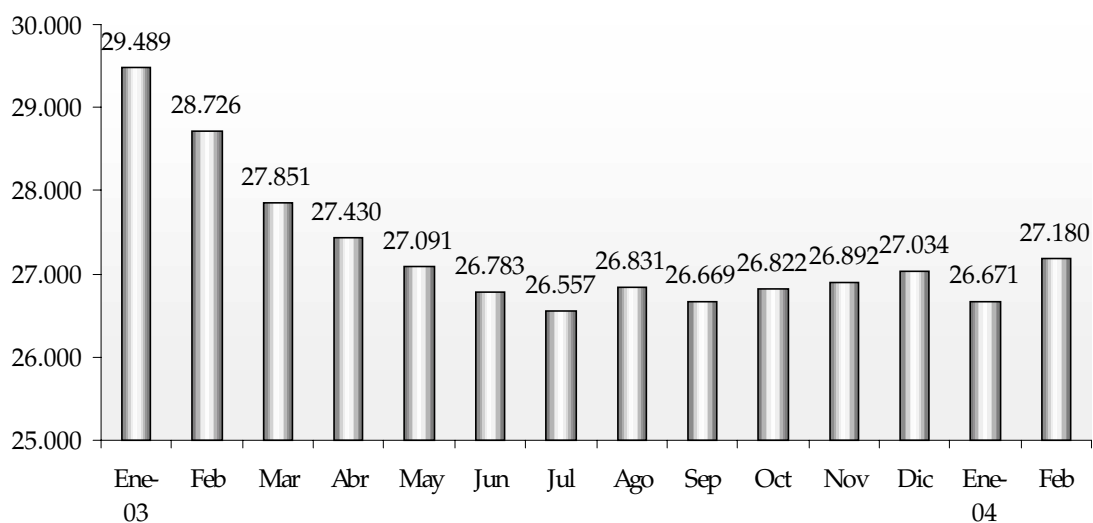
adelantos en cuenta corriente son a muy corto plazo, y se utilizan para satisfacer necesidades de liquidez, en particular de las empresas. Se trata de un mercado pequeño y muy segmentado en cuanto a las tasas de interés ofrecidas. El principal destinatario son las grandes empresas y tienen el propósito de financiar bienes de consumo. Si bien las tasas de interés para estos créditos han disminuido en forma significativa a lo largo del año, son aún elevadas en relación con las tasas pasivas.

En el último trimestre del año la evolución por tipo de préstamo ha sido similar a la recién comentada. Pero se ha registrado un aumento mensual del total de préstamos al sector privado en pesos impulsados por el crédito comercial y el de consumo. Los préstamos con garantía real continuaron cayendo. Vinculado con la recuperación de la actividad económica y con la sostenida disminución de las tasas de interés, el crecimiento de las líneas de crédito comerciales a partir de agosto compensó la caída registrada en los primeros meses del año, de forma tal que a fines de 2003 arrojaron un saldo positivo.

**GRAFICO 8.7**

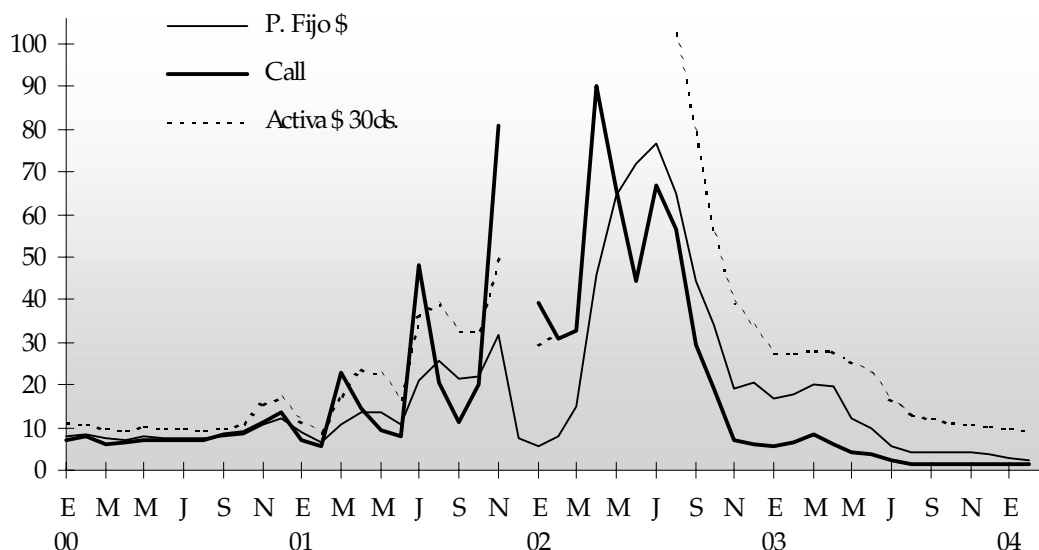
**Préstamos en pesos al Sector Privado No Financiero**

*En millones de pesos*



<sup>15</sup> Comunicación “A” 3.987. Asimismo, se previó un mecanismo para proteger a los prestatarios cuyos ingresos pudieran quedar rezagados con respecto al ajuste previsto por el CER.

**GRAFICO 8.8**  
**Tasas de interés**  
*Nominal Anual - En %*



## VI. Tasas de interés y Liquidez bancaria

Desde el último trimestre de 2003 se han estabilizado los niveles de tasas de interés, los cuales habían venido descendiendo en forma muy significativa desde principios de año. En efecto, por las razones ya detalladas en anteriores ediciones de este Informe Económico, las tasas de interés han mostrado un tendencia descendente hasta agosto de 2003, cuando llegaron a mínimos valores en décadas (ver Cuadro A8.1 del Apéndice Estadístico).

Tales niveles se han mantenido hasta fines de 2003 y se redujeron, incluso, en los primeros dos meses de 2004. Reflejando la abundante liquidez del sistema financiero, todas las tasas de interés han caído, pero las activas lo hicieron a un ritmo menor al de las pasivas. Sin embargo, en los últimos meses del año se ha profundizado la caída de las tasas activas, brindando las condiciones necesarias para una recuperación del mercado del crédito.

Si bien el nivel de liquidez del sistema financiero se mantuvo elevado a lo largo de todo el año, desde octubre aumentó. En

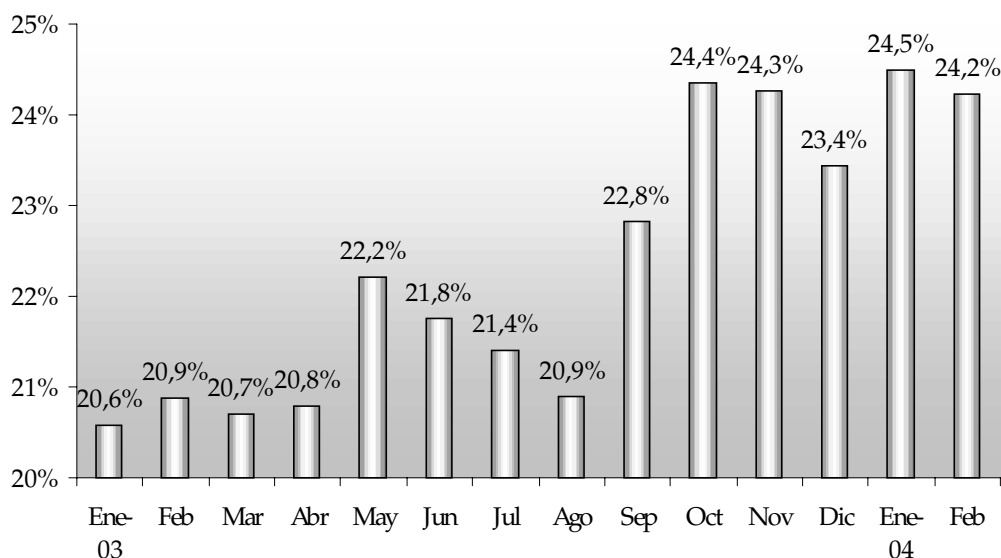
efecto, luego de tres meses de un cierto “amesetamiento” en el que las entidades financieras sólo intentaron mantener el nivel de liquidez ya alcanzado en los meses anteriores, el ratio de liquidez aumentó 1,6 puntos porcentuales y, desde entonces, se ha mantenido en promedio en un 24,1% mensual. El aumento registrado en octubre no implica un cambio de política en el comportamiento de las entidades financieras. En realidad, está asociado a la recomposición de saldos del Gobierno Nacional en el sistema financiero, que habían sido usados en gran parte durante agosto y septiembre para el pago de obligaciones externas con organismos internacionales. En particular, en octubre se produjo un incremento de \$ 1.600 millones en los depósitos del sector público, y éstos se mantuvieron en la forma de cuentas corrientes de la banca pública en el BCRA.

El alto nivel de liquidez volvió a registrarse en noviembre. Las reservas de los bancos representaron un 24,3% de los depósitos totales. La posición de efectivo mínimo en el segmento de depósitos en pesos permite observar que la integración realizada por las entidades financieras en noviembre superó los requisitos exigidos por el BCRA en 8 puntos porcentuales.

## GRAFICO 8.9

## Liquidez bancaria

## Reservas de los bancos en términos de los depósitos totales



Cabe mencionar que desde noviembre el BCRA redujo de 25% a 23% los coeficientes que las entidades financieras deben mantener como efectivo mínimo sobre sus obligaciones a la vista en pesos. Asimismo, con el objetivo de homogeneizar los diferentes regímenes y simplificar las regulaciones sobre la actividad bancaria, la autoridad monetaria modificó el régimen de encajes. Se derogó el régimen de aplicación mínima de recursos provenientes de obligaciones a la vista y a plazo en pesos, y se elevaron las exigencias de efectivo mínimo en pesos sobre cada uno de los conceptos, por el equivalente al régimen derogado (Cuadro A8.6). Las modificaciones en su conjunto implicaron un leve efecto expansivo. Además, se dispuso una baja de encajes sobre la exigencia de los depósitos a la vista del 23% a 20% a efectivizarse desde diciembre<sup>16</sup>, aumentando la capacidad prestable de las entidades en aproximadamente \$ 1.000 millones.

De tal forma, los requerimientos de liquidez fueron disminuyendo hacia fines de año, y el exceso de liquidez mantenido por las entidades fue aumentando. En diciembre aumentaron las

reservas en efectivo en los bancos, mientras que cayeron los depósitos en las cuentas corrientes en el BCRA. En consecuencia, las reservas totales de los bancos aumentaron, pero de forma tal que el coeficiente de liquidez disminuyó con relación a los de los dos meses anteriores. La posición de efectivo mínimo en pesos muestra una leve reducción en la integración respecto de noviembre, a pesar de la caída en la exigencia que generó la baja de 3 puntos porcentuales en los coeficientes de encaje dispuesta por el BCRA desde diciembre. La posición de efectivo mínimo en relación a los depósitos aumentó en diciembre 1 punto porcentual y en el año, 7 puntos porcentuales. El excedente de liquidez mantenido por las entidades financieras a fines de 2003 fue de aproximadamente \$ 11.500 millones.

En el Cuadro A8.1 del Apéndice Estadístico puede observarse la evolución de las tasas de interés. La tasa de interés nominal anual por depósitos a plazo fijo de 30 a 59 días pasó de 20,7% en diciembre de 2002 a 4,1% en agosto y a 3,7% en diciembre (2,3% en febrero de 2004). La tasa call en pesos a 15 días pasó

<sup>16</sup> La reducción de 25% a 23% fue efectiva únicamente para las obligaciones a la vista en pesos en virtud de que la eliminación del régimen de aplicación mínima de recursos implicó un aumento de encajes para todas las obligaciones en dólares. Además, la disminución de 23% a 20% a partir del 1 de diciembre de 2003 (Comunicación "A" 4.051) alcanzó tanto a las obligaciones en pesos como en dólares.

de 6,1% a fines de 2002 a 1,37% en agosto y 1,63% en diciembre (1,27% en febrero de 2004). En tanto, la tasa de interés por préstamos en pesos a 30 días a empresas de primera línea, de 33,8% en diciembre de 2002 se redujo a 13,1% en agosto y bajó a 10,3% en diciembre (9,5% en febrero de 2004).

Entre las tasas pasivas se han registrado grandes diferencias entre las ofrecidas a los depósitos grandes y los chicos. Esto se debe a que las tasas de interés pasivas responden a la política de liquidez de los bancos, y éstos ajustan su posición de liquidez transitoria por los depósitos grandes, los más elásticos a la tasa de interés, sin modificar las tasas ofrecidas a los depósitos de menores montos.

En general, las tasas de interés del mercado local han tenido como referencia la evolución de las tasas de corte de las LEBAC, las cuales han disminuido a lo largo del año. Durante el primer semestre esta baja se ha transmitido a las tasas pasivas y luego también a las tasas activas, las que aceleraron su caída ya avanzando el tercer trimestre. En el Gráfico 8.10 se puede observar la caída de las tasas de corte en las sucesivas licitaciones de LEBAC en el plazo a 90 días. En los últimos meses tal caída se hace más marcada en los vencimientos de mayor plazo. En diciembre, las

últimas colocaciones de LEBAC en pesos a un año y medio pagaron 9,3% anual, 80 puntos básicos menos que en octubre. En tanto las licitaciones con vencimiento a 89 días pagaron 2,3% anual en diciembre (en enero de 2003 habían pagado 8,2%) y 1,7% en febrero de 2004. También continuaron descendiendo las tasas de corte de las licitaciones de LEBAC ajustables por CER: de 15% en febrero de 2003 bajó a 2,3% la tasa de las LEBAC con vencimiento a un año.

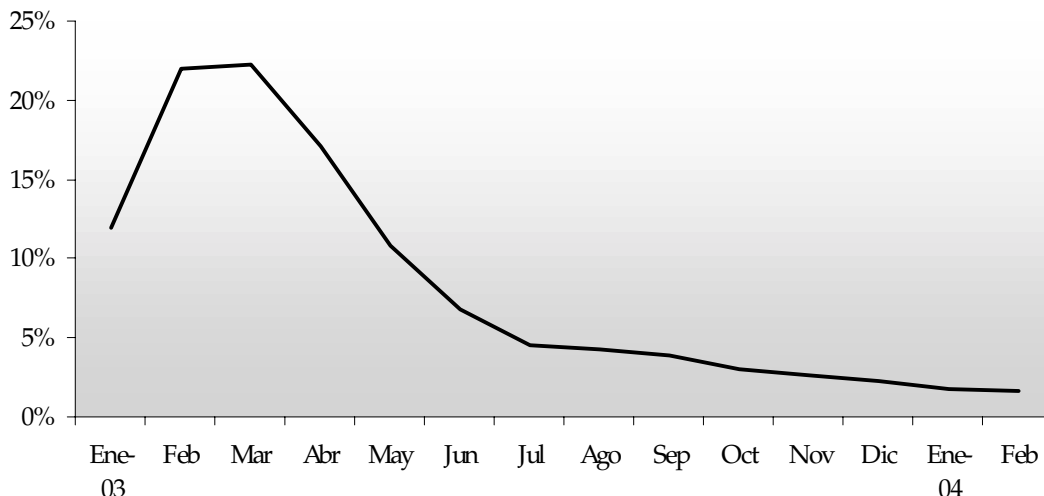
En diciembre de 2003 se incorporaron las Notas del BCRA (NOBAC) como instrumento de política monetaria. Pagan un cupón semestralmente y vencen a mediano plazo (3 años). A fines de 2003 la tasa implícita para las NOBAC ajustables por CER fue de 6%.

## VII. Panorama Bancario

### VII.1 Rentabilidad

Luego de un período de pérdidas significativas, y dando comienzo a un proceso de recomposición de utilidades, la rentabi-

**GRAFICO 8.10**  
Tasas de corte de las LEBAC a 90 días  
*En % nominal anual*





## CUADRO 8.6

## Rentabilidad de los bancos privados

Resultado anualizado en relación al activo neteado - Año 2003

	Año	Trimestres				Año
	2002	I-03	II-03	III-03	IV-03	2003
Por Intereses	-0,2%	0,5%	-0,8%	0,0%	0,4%	0,0%
Ajustes CER y CVS	1,1%	1,8%	0,3%	0,8%	1,2%	0,9%
Otros resultados financieros	4,3%	-4,7%	-0,7%	1,0%	0,5%	-1,0%
Por servicios	2,0%	1,9%	2,0%	2,1%	2,2%	2,0%
Por activos	2,5%	2,5%	0,2%	1,1%	1,4%	1,3%
Gastos de administración	-4,8%	-4,6%	-4,9%	-4,4%	-4,7%	-4,6%
Cargos por incobrabilidad	-5,0%	-1,2%	-2,0%	-1,2%	-0,7%	-1,3%
Cargas impositivas	-0,4%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%	-0,3%
Impuesto a las ganancias	-0,2%	-0,2%	-0,6%	-0,1%	-0,2%	-0,3%
Diversos	-3,0%	1,9%	0,8%	-0,5%	0,8%	0,7%
Monetarios	-7,5%	-0,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>ROA (resultado/activo neteado)</b>	<b>-11,3%</b>	<b>-3,0%</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>0,6%</b>	<b>-2,5%</b>
<b>ROE (resultado/patrimonio neto)</b>	<b>-79,2%</b>	<b>-22,2%</b>	<b>-46,0%</b>	<b>-13,9%</b>	<b>5,1%</b>	<b>-19,4%</b>
ROA antes de monetarios	-3,8%	-2,8%	-6,0%	-1,7%	0,6%	-2,5%
ROE antes de monetarios	-26,4%	-20,9%	-46,0%	-13,9%	5,1%	-19,0%
ROA operativo	-2,4%	-1,1%	-3,7%	-2,0%	-1,2%	-2,0%

Fuente: BCRA

lidad de los bancos privados en diciembre de 2003 resultó positiva por segundo mes consecutivo<sup>17</sup>. El resultado positivo del último trimestre del año alcanzó a 0,6% en términos del activo neto<sup>18</sup> (AN). Debido a las ganancias obtenidas en diciembre el resultado final en relación al activo neto (ROA) de los bancos privados alcanzó a -2,5% (en términos anualizados), y el resultado final con relación al patrimonio neto (ROE) llegó a -19,4%. Como se puede observar en el Cuadro 8.6 estos resultados implican una mejora sustancial con respecto a la situación a fines de 2002, cuando el ROA fue de -11,3% y el ROE, -79%.

Si bien el resultado de los bancos privados en 2003 fue negativo, la tendencia a lo largo del año ha sido favorable. En el último

trimestre el resultado fue positivo, mientras que en los dos primeros trimestres había sido marcadamente negativo (el 90% de las pérdidas anuales se registraron en el primer semestre)<sup>19</sup>.

Entre los factores que han influido en la recuperación de las utilidades del sector en 2003 se encuentran: el abandono de los márgenes por intereses negativos (acompañando la fuerte reducción de las tasas de interés pasivas), las menores pérdidas devengadas por diferencias de cotización y por los ajustes de valuación de préstamos al sector público<sup>20</sup>, una tendencia creciente en los resultados por servicios. Pero fueron la caída de los cargos por incobrabilidad y ciertos resultados diversos ligeramente positivos los que han permitido compensar la fuerte re-

17 Este análisis se basa en la información publicada por el BCRA en sus informes sobre bancos.

18 Se hace referencia al activo neto de duplicaciones contables inherentes al registro de las operaciones de pase, a término y al contado a liquidar.

19 Cabe notar que las pérdidas acumuladas por el total del sistema durante 2003 alcanzaron a aproximadamente \$ 4.800 millones.

20 Esto impactó, en particular, en el resultado del primer trimestre del año, cuando empezó a aplicarse la valuación en función de la tasa de descuento establecida en la Comunicación "A" 3.911 (3% para 2003).

ducción de “otros resultados financieros” que han reflejado el efecto de un año 2003 con apreciación del peso frente a la depreciación del 2002. También se registraron mejoras, aunque menores, en rubros operativos como los resultados por intereses y los gastos administrativos, que ayudaron a compensar la caída en el devengamiento de ajustes por CER y CVS. En consecuencia, el ROA operativo a fines de 2003 fue -2%, aumentando 0,4 puntos porcentuales con relación a 2002. Por su parte, la cobertura de gastos con ingresos operativos pasó de 58% a 64% en términos anuales.

### VII.2 Calidad de la Cartera

A fines de 2003 la calidad de la cartera de financiaciones al sector privado confirmó la tendencia positiva revelada desde principios de año. El coeficiente de irregularidad de cartera de los bancos privados fue de 30,9% en diciembre lo que implica una caída anual de 6,5 puntos porcentuales con respecto a 2002. La reducción de la irregularidad se acentuó hacia fines de

año debido a que, por un lado, las financiaciones dejaron de caer en el último trimestre (incluso, subieron) y, por otro, a que cayeron en forma continua las financiaciones clasificadas como irregulares.

Las financiaciones para consumo y vivienda son las que han evolucionado en forma más dinámica a lo largo del año. Representan el 40% del total de financiaciones al sector privado, y son el segmento de mejor calidad relativa. Su coeficiente de irregularidad pasó de 26,1% en 2002 a 17,6% en 2003. La cartera comercial, por su ponderación en el total de financiaciones<sup>21</sup>, es la que ha llevado a la mejora en la calidad de la cartera crediticia durante 2003, pero ha evolucionado lentamente; su irregularidad en el año bajó 4 puntos porcentuales.

Según la información proporcionada por el BCRA, la calidad de la cartera crediticia durante 2003 ha mejorado para la generalidad de las entidades privadas. En 43 de las 64 entidades privadas existentes a fines de 2003 se registró una baja de la irregularidad de cartera de financiaciones al sector privado con respecto a fines de 2002, y en 6 entidades no se registraron cambios. Las entidades minoristas de gran tamaño vieron todas reducir la irregularidad de sus carteras; la caída promedio en el año fue de 5 puntos porcentuales.

**CUADRO 8.7**  
Bancos privados - Calidad de la cartera crediticia

	Dic-02	Dic-03
Cartera irregular	19,9%	16,0%
Al sector privado no financiero	37,4%	30,9%
Cartera comercial	44,5%	40,5%
Cartera comercial hasta \$ 200.000	47,1%	27,9%
Cartera de consumo y vivienda	26,1%	17,6%
Previsiones/cartera irregular	73,3%	77,2%
(Cartera irregular-previsiones) / financiaciones	5,3%	3,6%
(Cartera irregular-previsiones) / PN	18,7%	11,6%

Fuente: BCRA

### VII.3 Situación Patrimonial

A diciembre de 2003 el activo total del sector bancario ascendió a \$ 184.226,7 millones. Los títulos en poder de los bancos constituían el 23,5% en el total del activo a fines de 2003, siendo el rubro de mayor participación. Por su importancia relativa, le seguían los préstamos al sector público no financiero (18,1%), los préstamos al sector privado no financiero (17,7%) y disponibilidades (13,9%). El pasivo total del sector alcanzaba

21 En diciembre de 2003 representó el 55% de las financiaciones al sector privado.

## DINERO Y BANCOS

a \$ 162.392,2 millones y los depósitos representaron el 57,1% del mismo, constituyendo la principal fuente de fondeo de los bancos. El patrimonio neto contable era de \$ 21.827,5 millones. Cabe señalar que está vigente una normativa por la cual la

cotización de los títulos públicos debe realizarse a su valor técnico o a su valor presente, el menor. Asimismo, establece una tasa de descuento para el cálculo del valor presente, menor a la de mercado lo que implica que el valor contable es mayor al verda-

### CUADRO 8.8

Estado patrimonial de las entidades financieras  
En millones de pesos

	Total Bancos		Públicos		Públicos Nacionales	
	Millones de pesos	Var % dic-03/dic-02	Millones de pesos	Var % dic-03/dic-02	Millones de pesos	Var % dic-03/dic-02
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>184.227</b>	<b>-0,8</b>	<b>74.801</b>	<b>5,1</b>	<b>40.595</b>	<b>15,8</b>
Disponibilidades	25.549	62,6	13.386	118,7	8.528	122,3
Títulos	42.333	35,4	23.372	106,0	10.930	144,6
Préstamos	58.306	-19,5	18.180	-35,6	10.714	-27,4
Sector Público No Financiero	33.428	-24,6	10.596	-45,3	6.365	-31,9
Sector Privado No Financiero	32.550	-13,9	10.738	-10,9	6.473	-10,0
Previsiones	-9.073	-22,3	-3.924	-8,1	-2.869	-5,1
Otros Cred. p/int. financ.	28.606	-28,3	6.878	-53,9	3.251	-51,0
Otras cuentas activo	29.433	11,2	12.986	23,7	7.173	33,7
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>162.399</b>	<b>1,0</b>	<b>67.539</b>	<b>9,4</b>	<b>36.523</b>	<b>21,5</b>
Depósitos	92.803	24,1	44.860	36,6	25.631	38,3
Sector Público No Financiero	16.087	89,3	13.251	87,3	8.445	91,0
Sector Privado No Financiero	76.064	15,2	31.473	22,7	17.131	22,0
Otras oblig. p/int.fin.	61.712	-18,0	21.096	-23,2	10.398	-5,0
Otras cuentas pasivo	7.884	-25,7	1.583	11,5	494	-15,5
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>21.828</b>	<b>-12,8</b>	<b>7.262</b>	<b>-22,8</b>	<b>4.072</b>	<b>-18,6</b>
	Privados		Locales Cap. Extranjero		Sistema Financiero	
	Millones de pesos	Var % dic-03/dic-02	Millones de pesos	Var % dic-03/dic-02	Millones de pesos	Var % dic-03/dic-02
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>109.426</b>	<b>-4,5</b>	<b>43.154</b>	<b>-11,1</b>	<b>185.904</b>	<b>-0,9</b>
Disponibilidades	12.162	26,8	5.003	23,0	25.746	61,8
Títulos	19.961	0,2	7.269	-21,1	43.765	37,8
Préstamos	40.126	-8,7	16.241	-19,6	58.800	-19,3
Sector Público No Financiero	22.832	-8,6	9.428	-18,9	33.430	-24,6
Sector Privado No Financiero	21.813	-15,3	8.502	-25,8	33.069	-14,0
Previsiones	-5.149	-30,5	-1.816	-42,6	-9.185	-23,2
Otros Cred. p/int. financ.	21.729	-13,0	8.003	4,4	28.966	-28,1
Otras cuentas activo	15.448	-4,4	6.637	-10,5	28.628	7,1
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>94.860</b>	<b>-4,2</b>	<b>38.214</b>	<b>-10,4</b>	<b>163.078</b>	<b>1,0</b>
Depósitos	47.943	14,3	22.353	8,0	93.019	24,0
Sector Público No Financiero	2.836	99,4	111	166,4	16.087	89,3
Sector Privado No Financiero	44.592	10,4	21.818	6,1	76.281	15,2
Otras oblig. p/int.fin.	40.616	-15,1	13.624	-22,1	62.049	-18,1
Otras cuentas pasivo	6.302	-31,5	6.868	-55,5	8.010	-25,2
<b>Patrimonio Neto</b>	<b>14.566</b>	<b>-6,8</b>	<b>4.939</b>	<b>-16,4</b>	<b>22.826</b>	<b>-12,5</b>

Fuente: BCRA

dero valor de los títulos. Para corregir progresivamente esta distorsión, se fijó una tasa de descuento creciente que converge, en el 2008, a la tasa de mercado.

En relación a fines de 2002 se produjo una leve caída nominal del activo total (-0,8%)<sup>22</sup>. Disponibilidades fue el rubro más dinámico del activo al crecer 62,6% en el año, aumentando 5,5 puntos porcentuales su participación en el activo como resultado de una mayor aversión al riesgo por parte de los bancos. Los préstamos al sector privado perdieron participación al caer 19,5% en el año. En tanto, las tenencias de títulos (públicos y privado) aumentaron 35,4% debido, en gran parte a la captación de letras del BCRA durante el año. Los "otros créditos por intermediación financiera" (obligaciones negociables, líneas de crédito del exterior y otros) cayeron 28,3% pasando a representar 9,2% del activo total.

El pasivo total de los bancos aumentó un 1% en el año. Dada la distinta evolución de los rubros, su estructura cambió con respecto a la de 2002. El crecimiento de 24,1% en los depósitos hizo que su importancia relativa aumentara; en tanto, las "otras obligaciones por intermediación financiera" cayeron 18% en el año, disminuyendo a 38% su participación en el total del pasivo. Debe notarse que el financiamiento desde el exterior cayó, en gran parte, porque los bancos han estado pagando y reestructurando sus pasivos.

Una simple comparación del estado patrimonial por grupo de bancos revela una evolución dispar. Mientras que el activo total de los bancos públicos creció 5,1%, el de los bancos privados cayó 4,5% y, tal caída es aún mayor si se consideran los bancos

de capital extranjero (-11,1%). En consecuencia, se incrementó la importancia relativa de los bancos públicos al pasar a representar, a fines de 2003, el 40,6% del activo total del sector bancario.

Todos los grupos de bancos incrementaron su liquidez, si bien fue en los bancos públicos donde se registró en forma más significativa (el rubro disponibilidades más que se duplicó con respecto a 2002). En el caso de los préstamos, también fue generalizada la caída anual. No obstante, en tanto que los bancos públicos reducían sus préstamos al sector privado no financiero en 10,9%, los privados los redujeron en 15,3%. Los bancos locales de capital extranjero mostraron una particular aversión al riesgo al reducir sus préstamos al sector privado no financiero en 25,8%.

El crecimiento anual de los depósitos en los bancos públicos (36,6%) fue muy superior al del total de bancos (24,1%). En el caso de los bancos públicos nacionales los depósitos llegaron a crecer 38,3%. Por el contrario, sólo crecieron 8% en los bancos privados de capital extranjero. El aumento en los depósitos determinó el crecimiento del pasivo de los bancos públicos (9,4%) pero no en los bancos privados, en los cuales cayó (-4,2%).

El patrimonio neto de los bancos públicos fue el que más se redujo relativamente (-22,8%) ya que el de los privados cayó un 6,8%. Cabe destacar que en caso de estos últimos han venido aumentando la importancia relativa de los recursos propios en el fondeo total como resultado de la capitalización de pasivos externos.

<sup>22</sup> Deflactado por el IPC, la reducción del activo total es de 4,3%.

**Cuadro 8.9**

Principales medidas adoptadas por el Banco Central (Diciembre 2003 a Febrero de 2004)

01-Dic-03	Com "A" 4.052	Creación, funcionamiento y expansión de entidades financieras. Adecuaciones.
02-Dic-03	Com "A" 4.053	Reducción de tasas de cargos por defectos en la integración de requisitos de reserva entre julio -01 a enero -03
11-Dic-03	Com "A" 4.058 y 4.059	Conversión a pesos de saldos de cuentas corrientes en moneda extranjera en el Banco Central y de las cuentas de requisitos de liquidez abiertas en el Deutsche Bank N.Y.
22-Dic-03	Com "A" 4.060	Normas sobre "graduación del crédito, "clasificación de deudores" y "previsiones mínimas por riesgo de incobrabilidad". Modificaciones.
26-Dic-03	Com "A" 4.062	Relevamiento de emisiones de títulos y de otras obligaciones externas del sector privado. orden del Banco Central
31-Dic-03	Com "A" 4.063	Reglamentación de la cuenta corriente bancaria y cuantas corrientes de las entidades financieras en el BCRA. Su adecuación a la Ley N° 25.730.
06-Ene-04	Com "A" 4.066	Mercado único y libre de cambios.
09-Ene-04	Com "A" 4.070	Normas sobre "graduación del crédito, "clasificación de deudores" y "previsiones mínimas por riesgo de incobrabilidad". Modificaciones.
20-Ene-04	Com "A" 4.076	Exportaciones FCA.
30-Ene-04	Com "A" 4.082	Zonas en estado de emergencia. Suspensión de sanciones de la Ley de Cheques. Central de cheques rechazados. Clasificación de deudores.
30-Ene-04	Com "A" 4.083	Afectación de activos en garantía. Adecuaciones.
30-Ene-04	Com "A" 4.084	Valuación de activos del sector público. Modificaciones.
06-Feb-04	Com "A" 4.093	Fraccionamiento del riesgo crediticio y normas sobre "relación para los activos inmovilizados y otros conceptos" y "graduación del crédito". Modificaciones.
16-Feb-04	Com "A" 4.098	Mercado libre y único de cambios.
16-Feb-04	Com "A" 4.099	Comunicación "A" 3.587 y complementarias.
19-Feb-04	Com "A" 4.103	Decreto 117/04. Reglamentación de las Leyes N° 25.723 y N° 25.796. Aplicación de "CER" y "CVS".
23-Feb-04	Com "A" 4.104	Comunicación "A" 3.770.