

INFORME DE INFLACIÓN



Banco Central
de la República Argentina

Primer Trimestre de 2004



INFORME DE INFLACIÓN

**Banco Central
de la República Argentina**

Primer Trimestre de 2004

Banco Central de la República Argentina

Enero 2004
ISSN: 1668-0561
Edición electrónica

Reconquista 266
Capital Federal, Argentina
C1003ABF. Tel.: 4348-3500
www.bcra.gov.ar

El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente. Para comentarios o consultas: coyunturaeconomica@bcra.gov.ar



Prefacio

La Carta Orgánica del Banco Central establece en su artículo tercero como “misión primaria y fundamental del Banco Central de la República Argentina preservar el valor de la moneda”. El mandato es claro: preservar el poder adquisitivo de la moneda no es otra cosa que bregar por la estabilidad de precios de todos los bienes de la economía. Estabilidad de precios entendida como un ritmo de inflación tan bajo, estable y predecible, que es ignorado por los agentes económicos al momento de tomar sus decisiones de ahorro, inversión y consumo.

*Para cumplir con ese mandato fundamental el Banco Central debe esforzarse no sólo en comprender de la manera más completa posible el proceso de formación de los precios y anticiparse así a las tendencias inherentes de la inflación, sino también comunicar el resultado de ese esfuerzo de la manera más clara y transparente. El **Informe de Inflación** apunta a la consecución de ambos objetivos.*

*El **Informe de Inflación** puede ser leído de tres formas diferentes dependiendo de la profundidad que desee otorgarle cada lector. Una comprensión acabada del pensamiento del BCRA acerca de la evolución futura de la economía y de los precios, así como de la agenda en materia de política monetaria se puede encontrar en la **Visión Institucional**. Una lectura de la misma junto con la Síntesis de cada una de las Secciones permite al lector capturar la esencia del informe con un mayor grado de detalle. En forma complementaria, se sugiere la incorporación a esta hoja de ruta de los Apartados, en los cuales se abordan diferentes temas de interés particular en cada una de las ediciones del informe. La lectura del documento completo brinda el desarrollo pormenorizado y fundamentado de cada uno de los temas tratados.*

*La fecha de cierre estadístico de este informe fue el 7 de enero, día de difusión del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de diciembre de 2003. La próxima publicación del **Informe de Inflación**, correspondiente al segundo trimestre de 2004, será el 21 de abril a través de internet.*

Buenos Aires, 21 de enero de 2004



Índice

I.	Visión Institucional	7
II.	Contexto Internacional	13
	Apartado 1. <i>La Caída Global del Dólar y el Tipo de Cambio Multilateral de Argentina</i>	15
III.	Actividad Económica	23
IV.	Empleo y Salarios	31
V.	Sector Externo	37
VI.	Finanzas Públicas	43
	Apartado 2. <i>Adelantos Transitorios al Tesoro Nacional y el Nuevo Artículo 20 de la Carta Orgánica</i>	44
VII.	Política Monetaria y Mercado de Activos	51
	Apartado 3. <i>El Punto de Inflexión del Mercado de Crédito</i>	55
	Apartado 4. <i>El Programa de Unificación Monetaria</i>	61
VIII.	Inflación	67
	Apartado 5. <i>Tarifas Públicas e IPC: la Convergencia de Largo Plazo de Precios Relativos</i>	69
IX.	REM: Termómetro de las Expectativas	73
	Apartado 6. <i>Transparencia y Comunicación</i>	75
	Glosario de Abreviaturas y Siglas	79

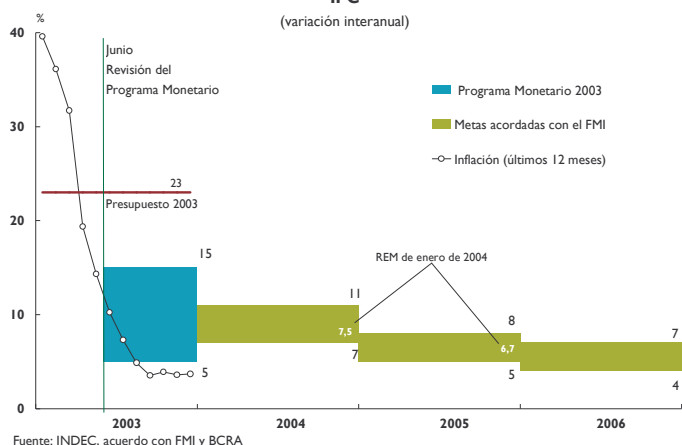


I. VISIÓN INSTITUCIONAL

Luego de una profunda y sostenida caída durante buena parte de 2003, la tasa de inflación (la variación de 12 meses del IPC) se ha estabilizado en un rango de 3% a 4% en el último trimestre del año y se espera que se mantenga en esos niveles durante este primer trimestre. Esta caída del ritmo de inflación por debajo del objetivo previsto en el Programa Monetario de 2003 (rango de 5% a 15%) no se obtuvo, sin embargo, a expensas de un menor crecimiento de la economía (el PIB real creció cerca de un 8% y se crearon casi 700.000 nuevos puestos de trabajo en 2003) ni a partir del recurrentemente utilizado expediente del atraso cambiario (el tipo de cambio multilateral termina el año muy cerca de donde empezó, con lo que se ha mantenido intacta la competitividad de la producción argentina).

La tasa de inflación de hoy no dista mucho del objetivo del Banco Central de la República Argentina (BCRA) para el largo plazo. Pero no se puede ignorar que por la dinámica misma del ajuste macroeconómico a la salida del tipo de cambio fijo, subsisten aún potenciales reacomodamientos de precios relativos, ya sea liderados por el mercado (salarios y márgenes de comercialización) o por decisiones del gobierno (tarifas y modificaciones impositivas), que repercutirán eventualmente en los índices de precios.

Gráfico I.1
IPC
(variación interanual)



Fuente: INDEC, acuerdo con FMI y BCRA

El principal desafío del BCRA a partir del año que comienza es agudizar su análisis para poder distinguir entre cambios transitorios (en este caso, por aumentos de una vez en precios rezagados) y cambios permanentes en la tasa de inflación. Una distinción errónea de estos cambios puede llevar a dos tipos de problemas. En primer lugar, si el BCRA decidiera mantener la inflación en los niveles actuales, aún en presencia de ajustes transitorios de precios relativos, ésto redundaría en una innecesaria desaceleración en el nivel de actividad y en una mayor demora en la recuperación del empleo. Pero, si se insistiera en permitir un aumento de la inflación para cumplir con las metas establecidas (inflación dentro de un rango de 7% a 11%), aún en ausencia de los ajustes de precios relativos que justifican ese incremento implícito en las metas, se estaría cumpliendo con un objetivo administrativo de corto plazo a costa de una estabilidad de los precios en el largo plazo que sirva de sustento a un crecimiento sostenido de la producción y el empleo.

Un primer paso esencial para encarar ese desafío es una cuantificación, aunque más no sea aproximada, del impacto estadístico de posibles ajustes de precios en el IPC. En el marco de una economía que crece en forma sostenida de la mano del consumo, es dable pensar que los comercios minoristas van a tener menos trabas para recomponer gradualmente los márgenes de rentabilidad que perdieron a partir de 1998. Algo similar, a nivel mayorista, podría comenzar a ocurrir con la reactivación que se advierte en los niveles de inversión. Del mismo modo, si bien la tasa global de desempleo permanece en niveles vergonzosamente elevados, la caída del 2003 más la esperada durante este año, irán estimulando un dinamismo de los salarios que ha estado ausente en los últimos años y que puede llevar en algunos sectores a un traslado de costos a los precios mayoristas y minoristas. El impacto de ambos ajustes en el IPC de 2004 se estima en torno a los 2 puntos porcentuales (p.p). Es decir que, al asumir como válida esta



estimación y en ausencia de otros ajustes de precios relativos, la tasa de inflación debería aumentar 2 p.p. este año, para ubicarse en torno al 5% o 6%.

Con respecto al impacto sobre el índice de precios minoristas de eventuales ajustes de precios de servicios regulados que pudieran ocurrir en el mediano plazo, éstos sólo podrán calcularse una vez que se conozcan las magnitudes, sectores y usuarios alcanzados. Mirando al sector de servicios regulados como un todo y analizando la historia de sus precios relativos, uno podría concluir que ajustes en estos rubros podrán contribuir con otros 2 p.p. a la tasa de inflación de los doce meses siguientes al momento que se autoricen (ver Apartado 5; página 69).

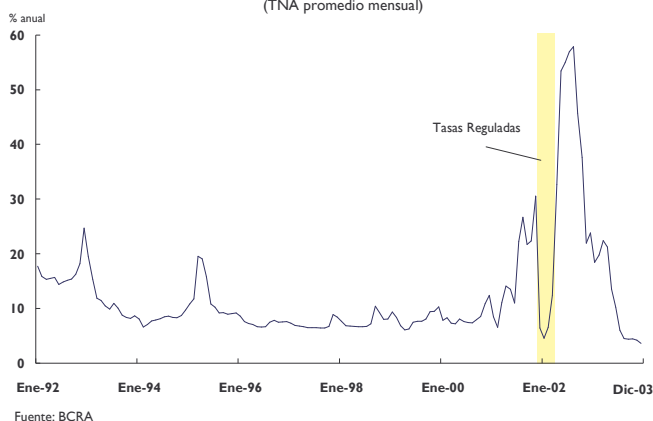
Un segundo y obvio paso para encarar el desafío para la política monetaria de aquí en más es el seguimiento detallado y pormenorizado de la evolución del ciclo económico, ya que tanto la magnitud de los ajustes pendientes ya descriptos, como la inercia misma del proceso de inflación, no son independientes de lo que suceda con la oferta y demanda agregada de la economía. Una vez más, y como se lo lograra en el año 2003, se trata de evitar una reanudación de un proceso inflacionario e inestable, sin por eso ahogar el proceso de recuperación.

Las fuerzas detrás de la dinámica del ciclo económico durante 2003 parecen extenderse, prácticamente inalteradas, hacia 2004: la economía sigue beneficiándose de las tasas de interés más bajas de la historia; de un tipo de cambio muy competitivo; de un importante superávit comercial; de una persistente disciplina fiscal; de significativos excedentes de capacidad instalada en el sector real así como de capacidad prestable en el sector financiero; y de moderadas expectativas de inflación que permiten un horizonte de planeamiento más extenso para el sector privado. En consecuencia, para los próximos doce meses, el BCRA proyecta un crecimiento real promedio del PIB en torno al 6%, liderado por el consumo privado y la inversión, que contarán con el impulso adicional generado por la recuperación del crédito.

El crecimiento que se viene dando en el consumo (6,8% durante 2003) tiene su origen en el empleo, en la distribución del ingreso a favor de los sectores asalariados y el efecto riqueza generado por la disminución de la probabilidad de quedar desempleado que perciben los trabajadores (lo que alienta a un mayor gasto, en particular, la compra de bienes no esenciales), como también la fuerte caída en las tasas de interés. En tanto la inversión, afectada positivamente por la baja de tasas de interés reales y la reducción de la incertidumbre acerca de la evolución de la economía, habría registrado un incremento promedio de más del 30% durante 2003.

El sector externo continuará durante 2004 mostrando un fuerte excedente de cuenta corriente bajo el concepto de caja, explicado por el abultado superávit de mercancías, de la mano de un escenario internacional muy favorable para nuestras exportaciones. Se espera, sin embargo, un superávit menor al registrado durante 2003 ya que la demanda interna seguramente excederá a la demanda externa, redundando en una dinámica más ágil por el lado de las importaciones que por el de las exportaciones, tal como ha venido sucediendo en la segunda mitad de 2003. Su impacto sobre la recuperación económica, por lo tanto, irá en disminución.

Gráfico I.2
Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo
(TNA promedio mensual)





De la descomposición de la actividad económica por sectores, se desprende que la recuperación está ampliamente difundida. En relación a los sectores productores de bienes, que registraron una expansión interanual de 16% durante el tercer trimestre de 2003, los sectores ligados a la sustitución de importaciones y las industrias manufactureras están cobrando nuevamente vigor como respuesta a la recuperación de Brasil. Simultáneamente, la reactivación del crédito consolida las perspectivas para la construcción, y la probable evolución de los precios de los productos primarios permite avizorar un futuro promisorio para el sector agroexportador. En tanto, los servicios que en aquel mismo período crecieron menos, sólo 5% en términos interanuales (i.a.), se verán favorecidos por la recuperación del consumo, especialmente en los sectores de comunicaciones y transporte urbano.

A pesar de la vertiginosa recuperación de algunos sectores, 2004 deberá convivir con una importante cantidad de recursos ociosos. La utilización global de la capacidad industrial instalada se encontraba hacia fines de 2003 en 68% (7,5 p.p. por debajo del nivel promedio de 1998), y registró un aumento con respecto al primer semestre de 4 p.p. Sin embargo, algunos sectores ligados a la exportación, tales como los de industrias metálicas básicas y de productos químicos, se encuentran ya con utilización plena de su capacidad, lo que explica en parte los anuncios de inversiones realizados durante los últimos meses del año pasado.

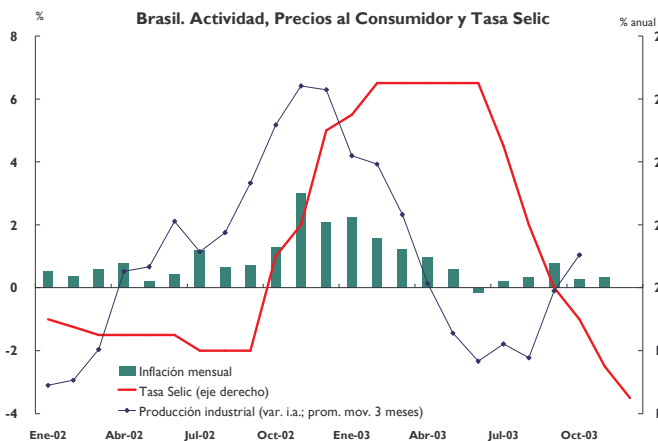
Con respecto a la ocupación de mano de obra, el impacto del crecimiento de la economía sobre el empleo continúa siendo elevado, a juzgar por una elasticidad empleo-producto que continúa cercana a 1. Durante 2003, la recuperación económica generó una expansión del empleo de 5,6%. El cambio de precios relativos sesgó la recuperación hacia los sectores intensivos en el uso del factor trabajo. Pero, como consecuencia de los altos costos asociados a la creación y destrucción de empleo, las empresas poseían al comienzo de la recuperación una fracción importante de sus recursos laborales sin utilizar. Para 2004 se estima una elasticidad empleo que continuará alta pero menor a la registrada durante 2003, por lo que se crearían 700 mil puestos hasta finales de 2004, con una caída en la tasa de desempleo de más de 2 p.p.

Entre los factores exógenos al ciclo económico que conviene vigilar, hay de carácter externo e interno. Entre los primeros, se puede señalar como principal incertidumbre global al proceso de ajuste del balance de cuenta corriente en Estados Unidos, que hasta ahora se ha manifestado sólo en una gradual caída del dólar estadounidense contra otras monedas. Mientras Estados Unidos siga siendo el único motor de crecimiento dentro del G-7, el riesgo de correcciones más abruptas tanto en su moneda como en sus políticas es grande, con consecuencias difíciles de predecir para nuestro país. Asimismo, la fuerte suba del precio de productos agropecuarios muy probablemente continúe durante 2004 aunque estos procesos nunca son lineales ni deben ser extrapolados hasta el infinito. Finalmente, si bien todo indica que lo peor de la recesión de Brasil quedó atrás y estamos presenciando los primeros pasos de una recuperación en el nivel de actividad, todavía existen dudas sobre su vigor.

En cuanto a las incertidumbres de orden local, el proceso de renegociación de la deuda pública externa se presenta como el principal factor, toda vez que la sustentabilidad fiscal necesaria para

Gráfico I.3

Brasil. Actividad, Precios al Consumidor y Tasa Selic



Fuente: IBGE y Banco Central de Brasil



la estabilidad en el largo plazo depende en forma crucial de los resultados de esas negociaciones.

Frente a esos desafíos y en ese contexto internacional y local, las grandes magnitudes monetarias evolucionan de acuerdo a lo pautado. En términos desestacionalizados, entre el tercer y el cuarto trimestre de 2003, los medios de pago se incrementaron en promedio 6,4%, mientras que los depósitos totales lo hicieron en 7,2%, con una moderada migración en diciembre desde los depósitos a plazo hacia las colocaciones a la vista, producto de los factores estacionales típicos de fin de año.

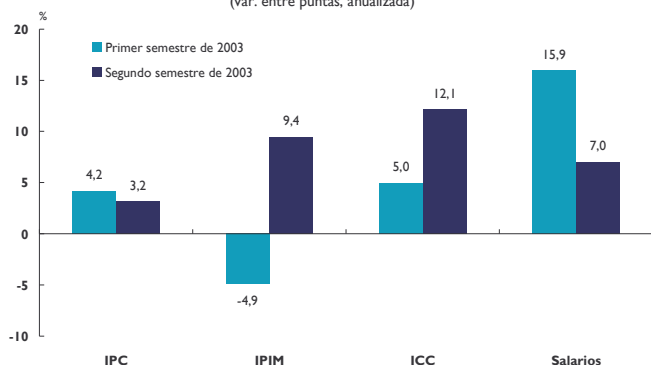
Con respecto al crédito al sector privado, excluidos aquellos con garantía real, los préstamos se incrementaron 9% desde los mínimos registrados en julio, repartíendose ese repunte en partes iguales la banca regional y la banca extranjera, sin una participación todavía visible de la banca pública en el proceso. Si bien el sistema cuenta con una capacidad prestable ociosa de \$11.500 millones, no se observa intención por parte de las entidades financieras de desincentivar la constitución de depósitos. Esta política de acumulación de inventarios está indicando una perspectiva favorable para la evolución del crédito en los próximos meses.

El BCRA continuará con una política monetaria de características similares a la pautada y ejecutada durante 2003, para atender la monetización de la economía que otorgue apoyo a la recuperación de la producción y el empleo sin descuidar la evolución de los precios. El Programa Monetario 2004 contempla una expansión anual (en términos nominales) de la Base Monetaria Amplia que va de 11% a 22%, en tanto que las magnitudes monetarias más amplias estarían creciendo entre 11% y 26%.

Esa política, sin embargo, contará con más herramientas que al inicio de 2003, dados los avances que se produjeron en este terreno, durante el año que acaba de terminar. Se puede mencionar la recuperación del monopolio de la emisión de moneda (se completó el rescate de cuasimonedas), la consolidación de las LEBAC como instrumento de referencia (el volumen negociado en el mercado secundario es tres veces superior al monto transado de acciones en la bolsa local), la profundización del mercado de cambios (se duplicó el volumen de operaciones entre terceros en el segundo semestre), el establecimiento de las bases para la vuelta del crédito a través de una profunda refundación de la normativa bancaria y los avances en la transparencia, comunicación y previsibilidad de la política monetaria. Si bien quedan muchos instrumentos por crear a medida que el BCRA avanza hacia un esquema formal de metas de inflación, el punto de partida en 2004 es más promisorio que el que regía a comienzos del año transcurrido.

Esta incipiente familia de instrumentos aporta nuevos grados de libertad a la política monetaria en momentos en que deberá abordar no solamente las incertidumbres macroeconómicas mencionadas arriba, sino también otras de orden estrictamente monetario que deberán ser contempladas por el BCRA durante la ejecución del Programa Monetario de 2004. A las conocidas dificultades para estimar la demanda de dinero luego del cambio de régimen monetario y cambiario, se le suma un factor que transitoriamente había podido ser soslayado en el análisis y en la política monetaria: el retorno del multiplicador de los depósitos bancarios. A medida que los bancos comiencen a transformar sus actuales excedentes de

Gráfico I.4
Indices de Precios
(var. entre puntas, anualizada)



Nota: los datos de salarios están hasta el mes de noviembre de 2003
Fuente: INDEC



liquidez en crédito nuevo al sector privado, el proceso de creación secundaria de dinero, acotado hasta ahora por la excesiva prima de liquidez que privilegiaron las entidades a la salida de la crisis, volverá a ponerse en marcha. Esto quiere decir que, en adelante, como es habitual en todo sistema basado en reservas bancarias fraccionarias, cada peso que emita el Banco Central tendrá un impacto superior a un peso en las magnitudes monetarias más amplias. Se agrega entonces un nuevo (bienvenido) factor adicional de incertidumbre, que es la velocidad de recuperación del crédito bancario.

Adicionalmente, la dinámica propia de la inflación parece haber entrado en una nueva etapa. A los eventuales ajustes de precios relativos con impacto en el IPC mencionados arriba, hay que sumarle el hecho que el ritmo de crecimiento de todos los índices de precios ha dejado de caer. En particular, los precios de las materias primas, que estuvieron descendiendo durante la primera mitad del año, contribuyendo de esta manera al proceso desinflacionario, parecen haber cambiado de tendencia, de la mano de mayores precios internacionales y de la estabilidad de la cotización del dólar estadounidense en moneda local. Dichos precios registraron un incremento del 15% durante la segunda mitad de 2003, y si la economía se sigue recuperando, puede haber un traslado de costos desde mayoristas a minoristas.

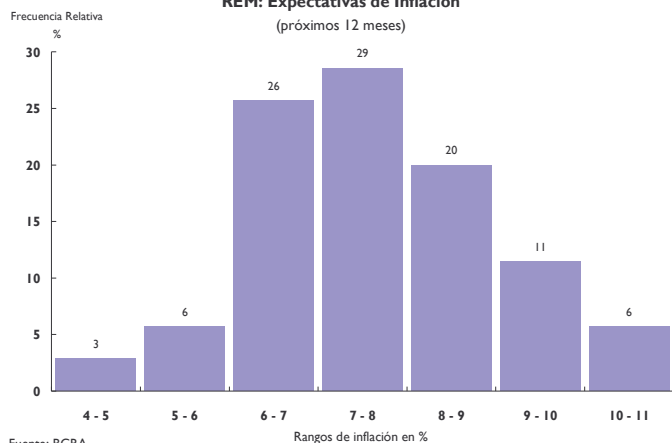
En cuanto al resto de los precios que componen el índice de precios mayoristas (IPIM), su evolución depende de la situación específica de cada sector. Sectores como el textil, favorecidos por la coyuntura del tipo de cambio real, presentan una baja probabilidad de trasladar a precios un aumento de los costos de la mano de obra. En la vereda opuesta, algunos servicios intensivos en empleo, y con márgenes sensiblemente menores al textil, han comenzado a trasladar a precios las variaciones de costos. Los costos de la construcción (ICC), en tanto, continúan recuperando terreno a partir de la importante recuperación del sector, y duplican el incremento registrado en los precios minoristas durante 2003.

Quizás como reflejo de las incertidumbres planteadas arriba, los resultados del flamante REM (Relevamiento de Expectativas de Mercado) reflejan que, si bien tanto la media como la mediana de la distribución de frecuencias de las expectativas de inflación se encuentran dentro del rango previsto en el programa monetario, casi el 30% de los pronósticos todavía anticipan una inflación inferior al 6% o superior al 9%. La conclusión es que todavía hay mucha tarea por hacer por parte del BCRA para lograr una convergencia mayor de las expectativas de inflación. Se reduciría así una incertidumbre crucial para la toma de decisiones de consumidores y empresas, y se facilitaría el retorno del crédito al unificar las tasas reales de interés ex-ante de prestamistas y potenciales deudores.

El desafío que se le presenta al Banco Central, entonces, no se reduce solamente a poder distinguir los cambios permanentes en la inflación de los transitorios, para ejecutar la política monetaria en consecuencia. Igualmente importante es el poder comunicarlo de un modo transparente y fácil de seguir para todos los sectores, como nuestra contribución responsable a un crecimiento de largo plazo de la economía y a un progresivo mejoramiento del bienestar de toda la población.

Gráfico I.5

REM: Expectativas de Inflación
(próximos 12 meses)



Fuente: BCRA





II. CONTEXTO INTERNACIONAL

II. 1 Síntesis

En la segunda mitad de 2003 las principales economías del mundo se expandieron a una tasa superior a la esperada. Así, las proyecciones referentes a la expansión global para 2003 aumentaron casi 0,5 punto porcentual (p.p.), situándose en 3,1%. Para este año el consenso del mercado, revelado por *LatinFocus Consensus Forecast* (LFCF), espera un crecimiento mayor, en torno a 4,5%, sin modificaciones significativas en las tasas de referencia de las economías desarrolladas (ver Gráficos II.1 a II.3).

En el caso de Estados Unidos, el fuerte crecimiento económico del tercer trimestre de 2003 estuvo impulsado por el consumo privado, favorecido por las reducciones impositivas y el bajo nivel de las tasas de interés. Así, el crecimiento en todo el año pasado habría alcanzado 3% mientras que para 2004 se espera una variación del PIB de aproximadamente 4% (según LFCF).

Por otro lado, la zona Euro sólo se habría expandido 0,5% en 2003 como consecuencia de la lenta recuperación de sus economías más importantes. En 2004, el crecimiento alcanzaría aproximadamente 2% impulsado por la expansión económica de Francia y Alemania. Por su parte, en 2003 la inflación se habría situado en torno a la meta de 2%, mientras que para 2004 se espera una leve reducción.

En Asia, el crecimiento sigue impulsado por el sector externo a pesar de la depreciación del dólar, favorecido por la fuerte expansión económica de China y una recuperación del mercado interno. La variación del PIB de los países del continente, excluyendo Japón, se situaría próxima a 6% tanto en 2003 como este año en las estimaciones del consenso.

Mientras tanto, el PIB de Brasil no habría registrado variaciones en 2003 como consecuencia, entre otros factores, de la política monetaria contractiva aplicada durante el primer semestre del año. Así, la inflación anual se habría situado levemente por encima de la meta de 8,5% del Banco Central de Brasil (BCB). En 2004, la economía estaría impulsada por el sector externo y la reactivación del gasto doméstico, en un contexto de flexibilización de la política monetaria. Por su parte, los precios minoristas registrarían este año un incremento de aproximadamente 6%, de acuerdo con la encuesta Focus del BCB. En este escenario, el BCB seguiría reduciendo la tasa Selic (16,5%), para llevarla en torno a 14% hacia fines de año.

El contexto internacional continúa beneficiando a Argentina. Mientras el importante crecimiento económico del resto del mundo y el alza del precio de las materias primas favorece nuestro sector exportador, el bajo nivel de las tasas de interés y el aumento del flujo de capitales hacia los países emergentes, es un buen marco para el proceso de reestructuración de deudas privadas y públicas. La situación para Argentina y el resto de los países de la región podría resultar menos auspiciosa si el crecimiento de las economías desarrolladas genera presiones inflacionarias que lleven a sus autoridades monetarias a elevar las tasas de interés. Eso implicaría una reversión de los flujos de capitales, y algún impacto negativo en el precio de las materias primas.

Gráfico II.1
Producto Interno Bruto
(var. interanual real)

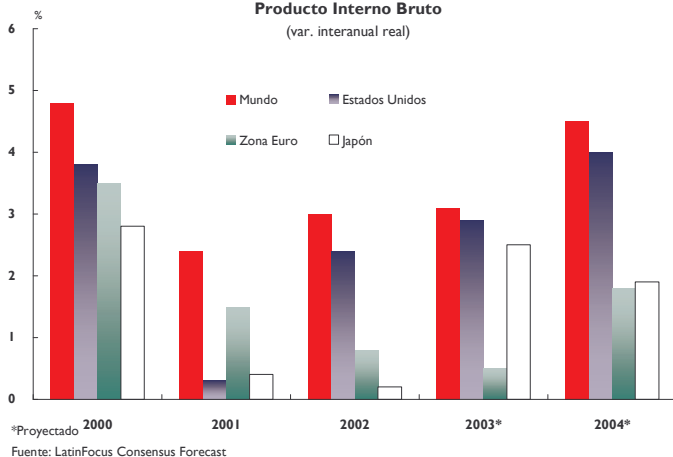


Gráfico II.2
Precios Minoristas
(var. interanual)

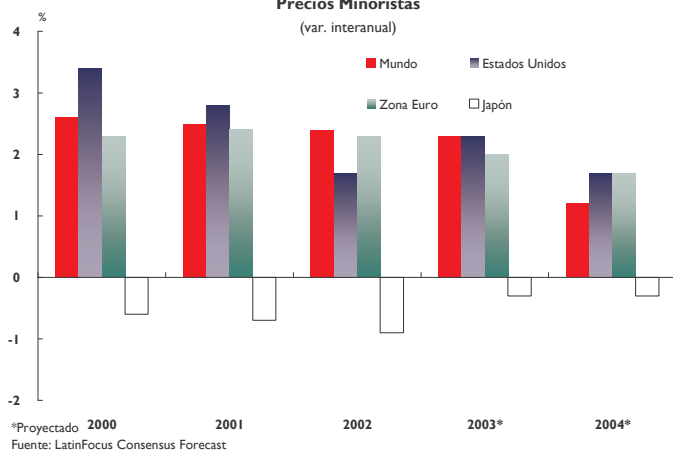
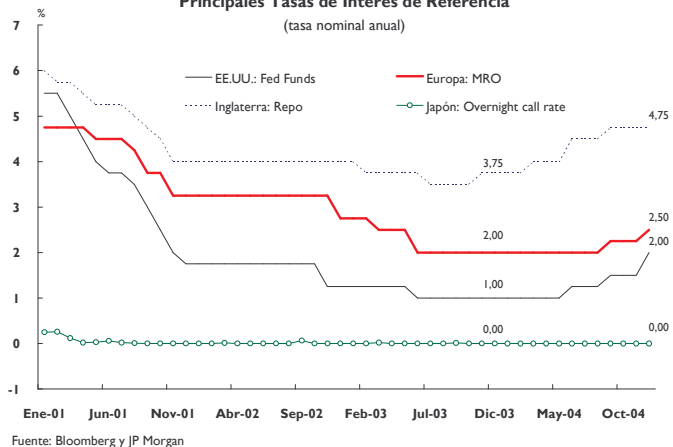


Gráfico II.3
Principales Tasas de Interés de Referencia
(tasa nominal anual)

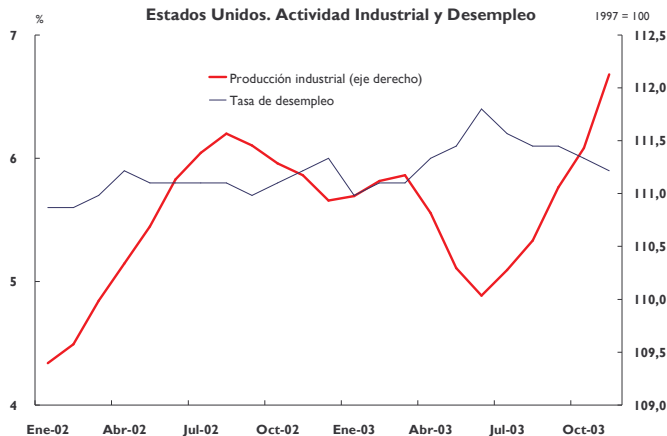




II.2 Estados Unidos

Gráfico II.4

Estados Unidos. Actividad Industrial y Desempleo



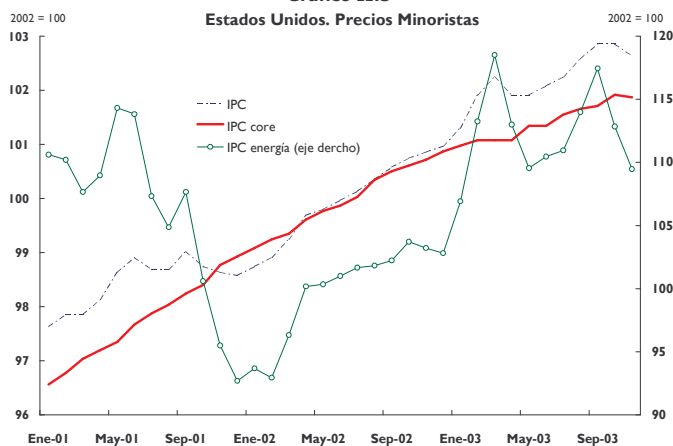
Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos

La economía estadounidense creció en el tercer trimestre de 2003 a una tasa anualizada de 8,2%. La expansión estuvo principalmente impulsada por el consumo privado que aportó casi 5 p.p. al crecimiento, favorecido por el recorte de impuestos decidido a principios de año por el Gobierno y por el bajo nivel de las tasas de interés que generaron un fuerte aumento en el consumo de bienes durables. También contribuyó positivamente el elevado nivel de inversión de las empresas, sobre todo en equipamiento y software, que registraron un aumento anualizado en sus ganancias después de impuestos de 9%. En el último trimestre del año pasado, la economía se habría expandido en torno a 3,5% y así, en todo 2003 el PIB habría registrado una variación de aproximadamente 3%, de acuerdo con el consenso.

A pesar de la importante expansión económica (ver Gráfico II.4), la inflación minorista continuó desacelerándose, básicamente como consecuencia de un descenso en el precio de la energía. De esta forma, en noviembre el índice de precios al consumidor registró una variación anual de 1,8% luego de haber evidenciado un aumento de 2,3% en septiembre con respecto al mismo mes de 2002. Por su parte, el índice *core* arrojó en el penúltimo mes de 2003 el menor aumento desde mayo de 1963 al subir sólo 1,1% con respecto a noviembre del año anterior. La inflación de todo el año se habría situado levemente por debajo de 2% dado que para diciembre el mercado esperaba un aumento cercano a 0,1% (ver Gráfico II.5).

Gráfico II.5

Estados Unidos. Precios Minoristas

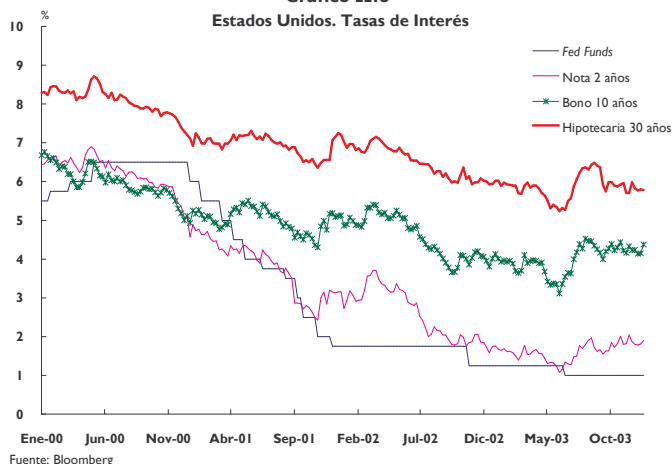


Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos

En este contexto, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) decidió en su última reunión del 9 de diciembre mantener la tasa de los *Fed Funds* en 1% anual (ver Gráfico II.6) y reiteró que planea dejarla en este nivel por un período considerable de tiempo. De acuerdo con las expectativas del mercado el Comité podría comenzar a elevar la tasa a partir del segundo semestre, aunque algunos consideran que el FOMC no modificaría la tasa de los *Fed Funds* hasta fines de año porque la alta capacidad ociosa existente impediría que se generen presiones inflacionarias. Con todo, se espera que Estados Unidos continúe siendo en 2004 el motor del crecimiento mundial. El incentivo fiscal junto con el bajo nivel esperado de las tasas de interés favorecerían la expansión del PIB, que podría superar 4%. Por su parte, la inflación caería por debajo de 2% en un contexto de considerable capacidad ociosa (sobre todo en el sector de alta tecnología aunque se estaría reduciendo en los últimos meses), importantes aumentos de productividad de los trabajadores y una lenta recuperación del mercado laboral (ver Gráfico II.7).

Gráfico II.6

Estados Unidos. Tasas de Interés



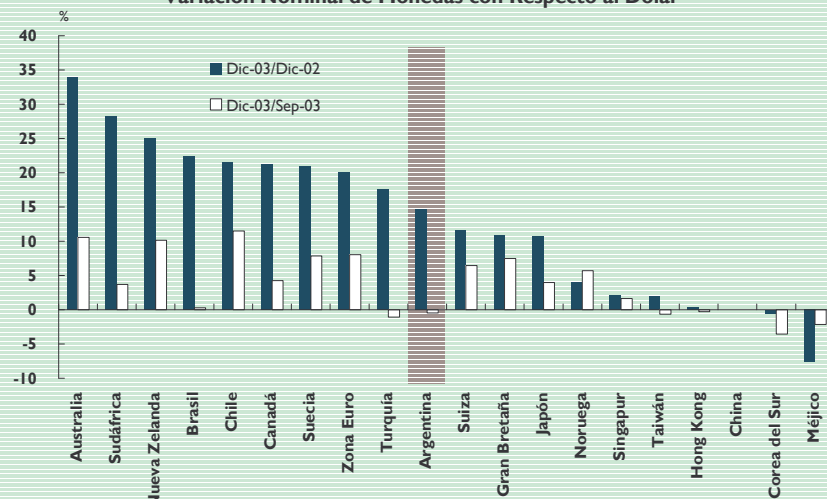
Fuente: Bloomberg



Apartado 1. La Caída Global del Dólar y el Tipo de Cambio Multilateral de Argentina

Durante 2003, el dólar se depreció fuertemente con respecto a la mayoría de las monedas, tal como se puede observar en el Gráfico 1. En este sentido, en los últimos dos años el dólar cayó 11% en términos reales con respecto a la canasta de monedas de sus principales socios comerciales¹ (en 2003 la caída fue de 9%).

Gráfico 1
Variación Nominal de Monedas con Respecto al Dólar

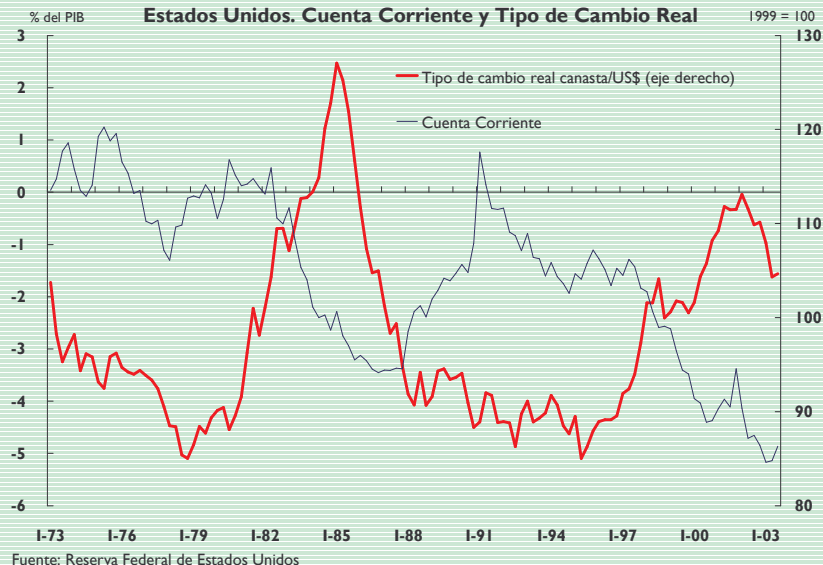


Nota: una variación positiva significa una apreciación nominal de la moneda con respecto al dólar

Fuente: Bloomberg

Uno de los motivos que frecuentemente se mencionan como causa de esta corrección, hasta ahora muy ordenada, es el creciente déficit de cuenta corriente que registra Estados Unidos, que se incrementó casi sistemáticamente desde principios de 2002 hasta alcanzar un máximo histórico de aproximadamente US\$540.000 millones en términos anualizados (5% del PIB) en el tercer trimestre del año pasado (ver Gráfico 2).

Gráfico 2
Estados Unidos. Cuenta Corriente y Tipo de Cambio Real



Fuente: Reserva Federal de Estados Unidos

Ese elevado déficit de cuenta corriente necesita un creciente superávit en la cuenta capital para ser financiado sin un mayor impacto en el valor del dólar. En efecto esto era lo que sucedía durante la segunda mitad de los '90, donde el insaciable apetito por activos estadounidenses superaba con creces el deterioro de su cuenta corriente, resultando en un dólar cada vez más fuerte, en vez de uno más débil. Pero esta dinámica en la cuenta capital ha cambiado drásticamente desde entonces. En primer lugar, la importante reducción de la tasa de los *Fed Funds* que lideró la caída del resto de las tasas de interés de Estados Unidos, generó un excedente de liquidez global que se canalizó hacia otras costas, a medida

¹ Tipo de cambio real con respecto a una canasta de monedas, ponderado por comercio exterior y deflactado por precios minoristas. Fuente: *Board of Governors of the Federal Reserve System*.



que los inversores internacionales se animaban a buscar mayores rendimientos, con un elevado apetito por el riesgo, que los empujó a otros mercados más atractivos.

En segundo lugar, con la reversión del precio de las acciones (S&P y NASDAQ) iniciado a mediados de 2000, estos activos también fueron perdiendo atractivo para los inversores externos. En efecto, a partir del primer trimestre de 2001 se observa una importante caída en la compra de acciones de empresas de Estados Unidos por parte de inversores extranjeros, a pesar de la posterior recuperación de los principales índices bursátiles de ese país. La adquisición de acciones, que había alcanzado un saldo positivo de US\$40.600 millones en el primer trimestre de 2001, cayó hasta alcanzar valores negativos (es decir, venta neta de acciones por parte de los inversores internacionales a los residentes de Estados Unidos) durante dos trimestres en 2003. Finalmente, la inversión extranjera directa (neta de las inversiones de estadounidenses en el exterior) evidenció un comportamiento similar cayendo fuertemente durante los últimos tres años, después del boom de compras, fusiones y adquisiciones por parte de empresas europeas que tuvo lugar en la última parte de los '90.

Las fuertes compras de dólares de muchos bancos centrales durante los últimos dos años evitó que la caída global del dólar fuera más pronunciada. No obstante, es difícil imaginar que se mantenga el nivel de intervención observado en los últimos meses, particularmente de los países asiáticos. Por lo tanto, de mantenerse las tendencias del balance de pagos estadounidense detalladas más arriba, es posible pensar que durante los próximos meses continuaría la depreciación del dólar.

Argentina: El Tipo de Cambio Real Multilateral

El dólar estadounidense ha actuado en Argentina históricamente como reserva de valor y su precio ha sido tomado, erróneamente, como referencia de la competitividad de nuestro país. Las características propias del comercio exterior de Argentina diluyen su importancia, sin embargo, teniendo en cuenta que el comercio con EE.UU. representa sólo 11% de las exportaciones y 13% del comercio total. Adicionalmente la elevada volatilidad del precio del dólar estadounidense en relación a otras monedas, sugiere que utilizar sólo a éste como medida de competitividad puede llevar a errores. En un régimen de flotación como el actual, lo natural en un contexto de caída generalizada del dólar estadounidense es que el peso siga a otras monedas, particularmente las de sus socios comerciales.

Una medida más correcta de la competitividad de un país es el Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM). El TCRM es, en definitiva, un promedio ponderado de los Tipos de Cambio Reales Bilaterales de una economía, con cada uno de sus socios comerciales. En particular el índice de TCRM de Argentina elaborado por el BCRA contempla la estructura de comercio de nuestro país incluyendo dentro de la canasta a todos aquellos países que representaron más de 0,5% de las exportaciones o importaciones totales argentinas. Los deflatores que utiliza corresponden a los precios al consumidor de cada país y si bien la estructura de ponderaciones es fija, se actualiza anualmente en función de la composición del comercio de cada año.

En el siguiente cuadro puede verse la participación de cada uno de los principales bloques comerciales con nuestro país, así como la evolución de cada una de las monedas relevantes con respecto al peso durante los últimos 12 meses.

Cuadro 1
Evolución de los Tipos de Cambio Bilaterales y Multilaterales y su Impacto en la Balanza Comercial

Zona o País	Comercio (2)	Tipo de Cambio Nominal (1)	Tipo de Cambio Real (1)
	Participación % sobre el Total	Var % Dic'02-Dic'03	Var % Dic'02-Dic'03
Brasil	20,5	-6,6	-11,4
Resto de MERCOSUR	3,4	11,2	0,4
Chile	9,2	-4,0	-1,5
NAFTA	15,4	14,6	16,3
UE	19,6	-3,8	-1,9
ASEAN (*)	3,3	11,7	10,3
China	7,7	14,1	14,9
Japón	1,6	2,0	6,0
Resto	19,3	-	-
TOTAL	100,0	2,9	1,2

(1) Incrementos en el tipo de cambio implican apreciaciones y viceversa.

(2) Las participaciones corresponden al comercio de 2003, incluyendo commodities

(*) Para la construcción de los Tipos de Cambio multilaterales con ASEAN se tomó en consideración información de Tailandia, Malasia e Indonesia, que conjuntamente representan 71,3% del total de comercio de Argentina con el bloque

Fuente: BCRA



Según surge del Gráfico 3, a dos años de la salida del régimen de Convertibilidad, el TCRM exhibe todavía una caída de 56% en relación al nivel vigente durante 2001 (una canasta de bienes y servicios locales cuesta aproximadamente la mitad de lo que costaba hace dos años, comparada con canastas similares producidas por el promedio de nuestros socios comerciales). Además, durante 2003 se observa una notoria estabilidad del TCRM, lo que demuestra que la caída del dólar es un fenómeno global, y que el peso no hizo más que seguir el camino del resto de las monedas (ver Gráficos 1 y 3).

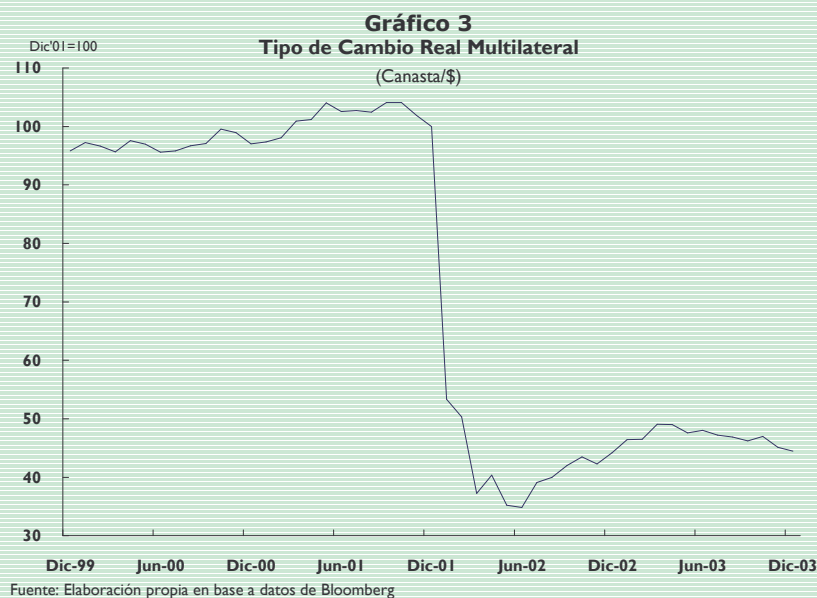
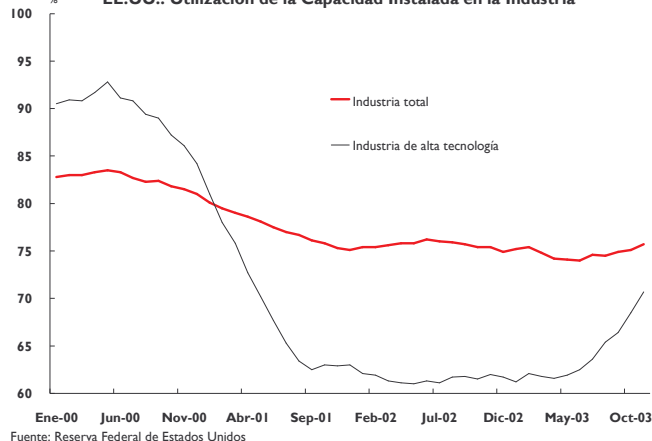




Gráfico II.7

EE.UU.. Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria



II. 3 Zona Euro y Asia

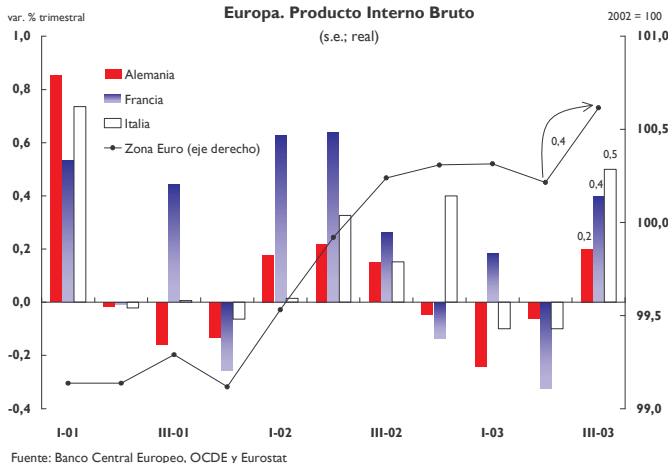
Luego de tres períodos consecutivos de estancamiento o caída, el PIB de la zona Euro creció en el tercer trimestre 0,4% sin estacionalidad (s.e.) con respecto al lapso abril-junio, impulsado básicamente por las exportaciones netas. Para el último trimestre, se espera que la economía continúe creciendo impulsada por el sector exportador, a pesar de la apreciación real del euro cuyo efecto se comenzaría a percibir en los próximos meses. Sin embargo, el PIB de la zona Euro sólo se habría expandido 0,5% en 2003 como consecuencia del tenue desempeño de la economía en la primera mitad del año (ver Gráfico II.8).

En 2004, el crecimiento seguiría siendo impulsado por el sector externo favorecido por la expansión económica global y también por la recuperación del gasto doméstico. Por su parte, la tasa de desempleo que en los últimos meses se mantuvo estable en 8,8%, comenzaría a descender acompañando el aumento del nivel de actividad.

Por otro lado, la inflación se mantuvo estable en torno a 2% destacándose el tenue aumento de precios observado en Alemania (ver Gráfico II.9). En este escenario, el Banco Central Europeo (BCE) decidió mantener su tasa de interés de referencia estable durante los últimos meses.

Gráfico II.8

Europa. Producto Interno Bruto (s.e.; real)



En los países asiáticos, por su parte, la expansión económica continúa estando influida por el sector externo, beneficiado por el fuerte crecimiento económico mundial y, especialmente, de China. Así, el crecimiento de Asia excluyendo Japón habría alcanzado casi 6% en 2003 y se ubicaría por encima de esa cifra este año. En particular, el PIB de China se expandió en los primeros nueve meses del año 8,5% en relación con igual lapso de 2002 impulsado básicamente por el sector industrial. La inversión en capital fijo aumentó 30% interanual en el período enero-noviembre en un contexto de recuperación del crédito interno. De esta forma, tanto el año pasado como en 2004 el crecimiento del PIB rondaría 8,5%, en línea con el promedio de los últimos veinte años (ver Gráfico II.11).

Por otra parte, Japón registró en el lapso julio-septiembre un crecimiento de 0,3% s.e. con respecto al segundo trimestre impulsado por el gasto privado y las exportaciones netas, luego de haberse expandido 0,6% el período anterior. Así, el sector externo se erigió como el principal motor del nivel de actividad durante el año pasado y el PIB se habría expandido alrededor de 2,5%. Según LFCF, este año el crecimiento descendería hasta aproximadamente 2%. Por su parte, el escenario deflacionario se mantendría al menos en 2004.

II. 4 Brasil

Dado que el crecimiento económico de Brasil en el tercer trimestre de 2003 fue bastante inferior al esperado, el PIB no habría registrado una variación relevante ese año. A pesar del buen rendimiento de la industria y el sector exportador, la expansión del producto fue de sólo 0,4% s.e. con respecto al período anterior, como consecuencia de la caída en el sector agropecuario provocada por una mala cosecha de café y el estancamiento de los servicios, que representan aproximadamente 50% del PIB. Por su parte, el consumo de las familias volvió a caer mientras que la inversión, que

Gráfico II.9

Europa. Inflación (var. interanual)

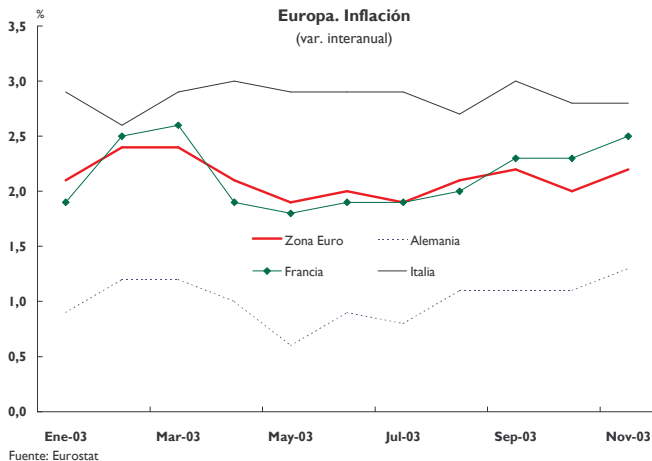
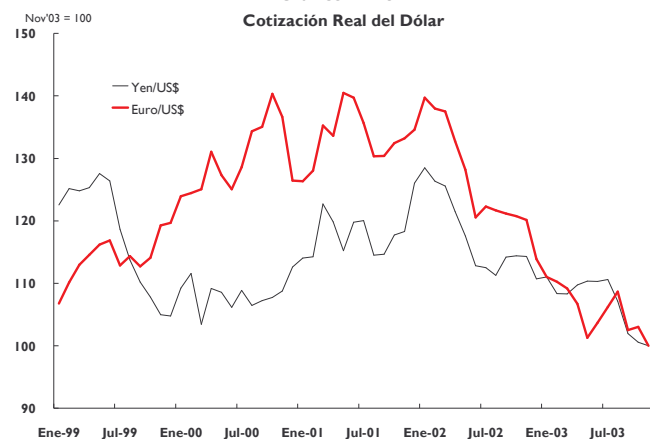




Gráfico II.10
Cotización Real del Dólar



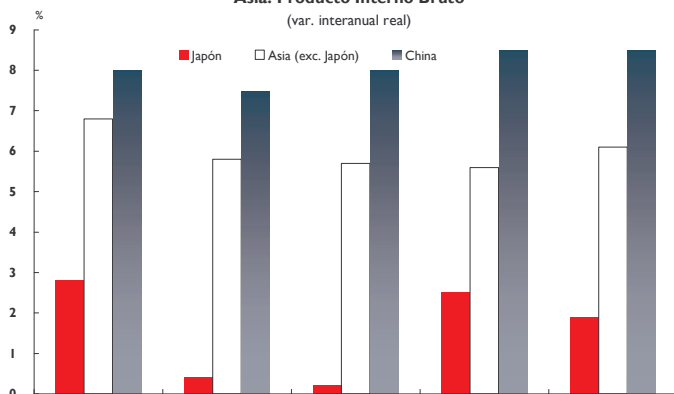
Fuente: Bloomberg, Reserva Federal de Estados Unidos, Banco Central Europeo, Eurostat y Banco de Japón

había descendido fuertemente los dos trimestres previos, aumentó 2,8% s.e. impulsada, entre otros factores, por el descenso de la tasa de interés real (ver Gráfico II.12).

Por otro lado, la tasa de desempleo se mantuvo estable en torno a 13% hasta el mes de octubre, pero en noviembre registró una disminución importante al 12,2%, mientras los salarios en términos reales se continuaron deteriorando, manteniendo la tendencia observada a lo largo de todo el año pasado.

Por su parte, la inflación continuó desacelerándose durante los últimos meses y en 2003 los precios minoristas habrían exhibido un aumento de aproximadamente 9,2%, apenas por encima de la meta de 8,5% fijada por el Banco Central de Brasil (BCB) para todo el año. En este escenario, el Comité de Política Monetaria (Copom) continuó flexibilizando su política monetaria y entre septiembre y diciembre redujo 3,5 p.p. la tasa de interés de referencia Selic llevándola a 16,5% anual a fines de 2003. Así, la tasa de interés real *ex ante* se ubica actualmente en torno a 10% teniendo en cuenta que la inflación proyectada para los próximos doce meses se sitúa en 5,9% de acuerdo con la última encuesta Focus del BCB (ver Gráfico II.13).

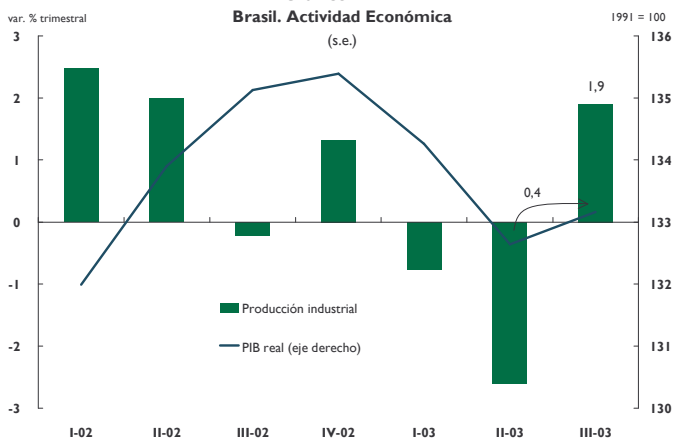
Gráfico II.11
Asia. Producto Interno Bruto
(var. interanual real)



*Proyectado 2000 Fuente: LatinFocus Consensus Forecast y FMI

En este contexto, los indicadores financieros continuaron mejorando a lo largo de los últimos meses del año. El dólar cerró diciembre cotizando a R\$2,89 y el riesgo país finalizó 2003 en 463 puntos básicos (p.b.). Así, la moneda brasileña se apreció en términos reales 31% con respecto a la divisa estadounidense durante el año pasado y el índice de riesgo soberano descendió casi 1.000 p.b. hasta ubicarse en su menor nivel de los últimos cinco años. Esta situación favorecería los adelantos de emisiones de deuda por parte del Gobierno brasileño, que en 2003 captó alrededor de US\$5.000 millones por encima de su propia meta de US\$3.000 millones, necesarios para hacer frente a los vencimientos del año (ver Gráficos II.14 y II.15).

Gráfico II.12
Brasil. Actividad Económica
(s.e.)



Fuente: Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE)

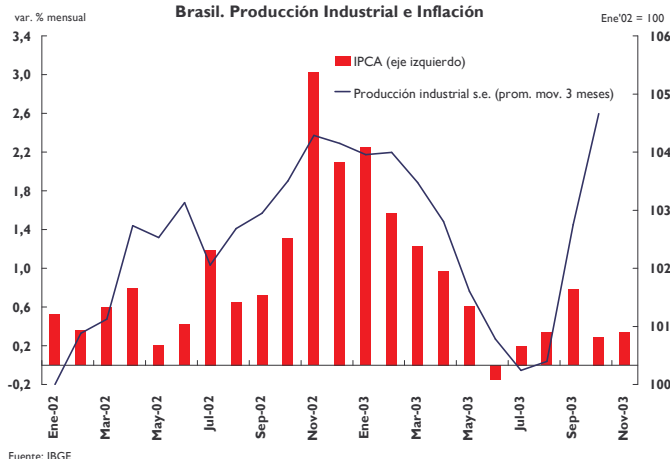
En 2004 el PIB crecería aproximadamente 3,5%, de acuerdo con la encuesta Focus del BCB, favorecido principalmente por la reducción de la tasa de interés real y el positivo contexto internacional. La inflación continuaría descendiendo hasta ubicarse próxima al centro de la meta de 5,5% (con un intervalo de tolerancia de 2,5 p.p.) fijada por el Consejo Monetario Nacional para 2004. Asimismo, el Copom seguiría reduciendo la tasa Selic, aunque a un ritmo menor al observado en el segundo semestre de 2003, y terminaría el año en torno a 14% según las últimas estimaciones publicadas por el BCB.

Así, luego de un año en que el mal desempeño de la economía brasileña habría restado aproximadamente 1 p.p. al crecimiento de nuestro país, la recuperación de nuestro vecino será ampliamente favorable para Argentina teniendo en cuenta que Brasil es el principal destino de nuestras exportaciones. Los riesgos serían que la incipiente recuperación económica provocara presiones inflacionarias y el Copom decidiera desacelerar el ritmo de reducción de la tasa Selic afectando el desempeño del nivel de actividad. Asimismo, un menor crecimiento económico del resto del mundo o una suba de las tasas de interés mundiales que afecte el flujo de capitales podrían perturbar la recuperación brasileña.



Gráfico II.13

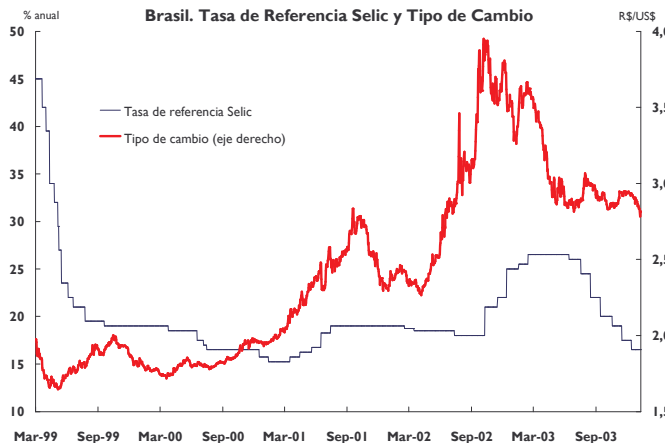
Brasil. Producción Industrial e Inflación



Fuente: IBGE

Gráfico II.14

Brasil. Tasa de Referencia Selic y Tipo de Cambio



Fuente: Bloomberg

Gráfico II.15

Brasil. Riesgo País



Fuente: Bloomberg

II.5 Precios de las Materias Primas

Durante los últimos meses del año, el IPMP (Índice de Precios de las Materias Primas) que mide el BCRA² registró una suba importante, impulsado principalmente por el alza de los precios de la soja y sus derivados. En particular, el IPMP subió 17% entre septiembre y diciembre mientras que los precios del complejo sojero aumentaron en promedio 22%. Además, influyó positivamente el comportamiento del precio del petróleo crudo que ascendió 12% en el último trimestre del año. De esta forma, el índice mostró durante 2003 un incremento promedio de 18% con respecto al año anterior (ver Gráfico II.16).

En 2004 el IPMP se mantendría firme dado que la mayoría de los precios de los productos que componen el índice registrarían una tendencia favorable. Durante el año, la evolución del precio de la soja dependerá principalmente de las cosechas de Argentina y Brasil, dado que en Estados Unidos la producción de la semilla oleaginosa sería menor a la esperada hace algunos meses, y la demanda de China continuaría creciendo, al acompañar la fuerte expansión económica de ese país. Otro factor a tener en cuenta es la decisión que se tomará con respecto a la alimentación de ganado con harinas de origen animal, luego de la aparición de un caso de Encefalopatía Espongiforme Bovina (EEB, o “vaca loca”) en Estados Unidos. Si la harina de origen animal fuera reemplazada por otra de origen vegetal, esto provocará cierta presión sobre el precio de la soja, insumo utilizado en la elaboración de farináceos.

El precio del maíz podría ascender ligeramente durante 2004 teniendo en cuenta la reducción de stocks evidenciada en los últimos meses y la caída de la producción esperada en Argentina y Europa Occidental. Sin embargo, la proyección de la cosecha en otros países como Canadá, Australia y Rusia se elevó levemente en los últimos meses y esto podría generar alguna presión a la baja en el precio dado que no se esperan mayores cambios en la utilización de este grano grueso. Una situación similar ocurriría con el trigo, dado que a la merma del levantamiento del cultivo en Argentina, se suma la menor producción de Europa y Australia por las sequías sufridas en esas regiones.

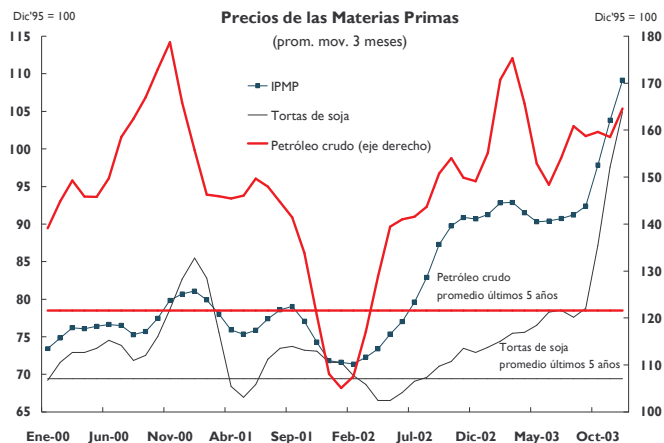
Mientras tanto, el caso de EEB hallado en el estado de Washington a fines del año pasado será fundamental para determinar la evolución del precio de la carne. Por el lado de la demanda, los factores relevantes serán el comportamiento del consumo por parte de los estadounidenses y la aceptación o no de exportaciones de Estados Unidos por parte de Japón y otras economías. El impacto en la oferta dependerá de las medidas que adopte EE.UU. con respecto a la venta de carnes y la capacidad de otros países de poder suplantar la posible escasez de este producto que se podría generar. Así, resulta muy difícil evaluar cual será la tendencia del precio de la carne durante 2004 ya que estará estrechamente ligado a la reacción de la oferta y la demanda ante el hallazgo del caso de “vaca loca”.

El consumo de metales, estrechamente relacionado a la evolución del nivel de actividad por ser un insumo importante de la industria y

² El Índice de Materias Primas del BCRA está construido sobre la base de un promedio ponderado -según la participación en las exportaciones totales argentinas- de los precios de porotos de soja, tortas de soja, aceite de soja, maíz, trigo, carne bovina, petróleo crudo, metales y aluminio primario. El conjunto de estos productos representa aproximadamente 40% de las exportaciones totales argentinas.



Gráfico II.16
Precios de las Materias Primas
(prom. mov. 3 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

la construcción, continuaría creciendo en 2004 acompañando el fuerte crecimiento económico mundial esperado, en particular de Estados Unidos y China. En este país, el importante aumento proyectado en la venta de automóviles generará aún mayores pedidos de los metales utilizados en su producción.

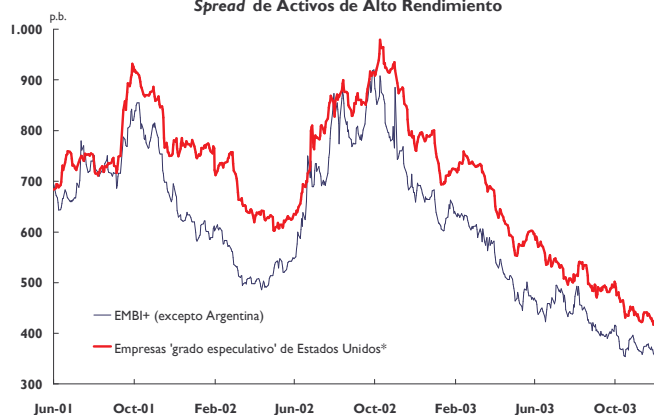
Por último, la recomposición de la extracción en Irak y Venezuela podría generar alguna presión a la baja en el precio del petróleo crudo. Sin embargo, la decisión de la OPEP del pasado 4 de diciembre de no aumentar la producción a pesar de que el precio de la cesta superó los US\$28 durante más de 20 días hábiles podría ser interpretada como una decisión del cartel de que el valor del crudo no cayera significativamente en 2004. Resulta difícil predecir la tendencia del valor del *West Texas Intermediate* (WTI, utilizado en la elaboración del IPMP) en 2004, aunque en un escenario normal éste debería caer levemente con respecto a la cifra alcanzada en diciembre de 2003 (US\$32).

II.6 Flujo de Capitales

Los altos niveles de liquidez que se registraron durante 2003 en los mercados de capitales internacionales favorecieron los flujos de capitales hacia los países emergentes. Asimismo, colaboraron en el mismo sentido el mejor desempeño mostrado por las economías de estos países, las mejoras en los saldos comerciales y resultados fiscales, así como también la renovación de la voluntad por tomar riesgo por parte de los inversores. Ello se evidenció principalmente en la fuerte contracción de los diferenciales de tasas de interés (tanto por una mejora de los *fundamentals* como por una menor aversión al riesgo), los excelentes resultados exhibidos por los mercados accionarios y la acumulación de reservas internacionales por parte de los bancos centrales (ver Gráfico II.17).

El contexto internacional continúa entonces beneficiando a Argentina. El mayor crecimiento económico del resto del mundo y el alza del precio de los *commodities* favorece las exportaciones del país y del resto de la región. Además, el bajo nivel de las tasas de interés y el aumento del flujo de capitales hacia las economías emergentes podría ser aprovechado por aquellos que se encuentran en proceso de reestructuración de sus deudas. Por otro lado, la situación para Argentina y el resto de los países de América Latina podría resultar menos auspiciosa si el crecimiento de las economías desarrolladas genera presiones inflacionarias que lleven a sus autoridades monetarias a elevar las tasas de interés o si los precios de los *commodities* no evolucionan favorablemente.

Gráfico II.17
Spread de Activos de Alto Rendimiento



* Margen de rendimiento entre los bonos de las empresas mejor calificadas ("AAA") y aquellas más riesgosas

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg





III. ACTIVIDAD ECONÓMICA

III.1. Síntesis

En la segunda mitad del año pasado se observó una aceleración en el ritmo de recuperación de la economía. En el tercer trimestre de 2003 el PIB creció más que lo esperado y los primeros indicadores de actividad referidos al cuarto trimestre muestran que se mantiene esta tendencia, por lo que el año habría finalizado con una expansión cercana a 8% (ver Gráfico III.1).

Para 2004 el BCRA prevé un crecimiento de la economía en torno a 6%. El fuerte arrastre positivo que dejó el año pasado (3,8%), determina que para alcanzar este ritmo sólo es necesario un aumento trimestral anualizado de 3,6%, es decir, menos de la mitad que en 2003, por lo que el PIB podría crecer incluso a tasas mayores (ver Gráfico III.2).

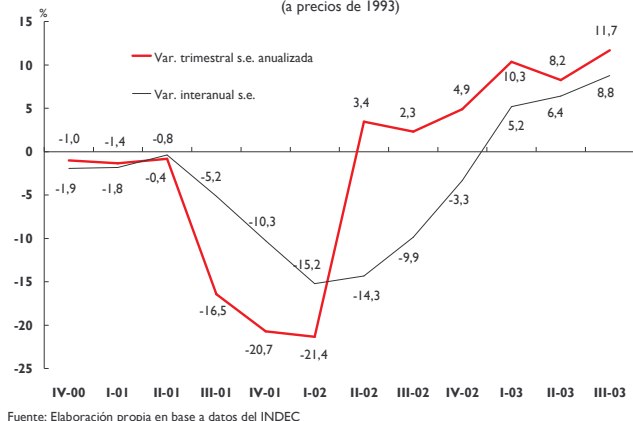
La expectativa del mercado sobre el aumento del Producto se ubica levemente por encima de la proyectada por el BCRA. El promedio del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) proyecta una expansión del PIB de 6,5% para el año. También las expectativas de empresarios y consumidores son favorables para 2004 (ver Cuadro III.I y Gráfico III.3).

Igual que lo ocurrido durante 2003, el gasto interno seguirá siendo el motor del crecimiento, y el consumo el componente más dinámico. La inversión continuará registrando tasas de crecimiento elevadas, y por primera vez en tres años se observaría un aumento en el stock de capital. Asimismo, se proyecta que las exportaciones netas seguirán aportando negativamente al producto en función del fuerte crecimiento relativo que mostrarían las importaciones en relación a las exportaciones.

Para 2004 se prevé una contribución al crecimiento menos dispersa entre los distintos sectores. Se proyecta una mayor recuperación en los servicios y un dinamismo algo menor en los sectores de bienes y la construcción debido a que se parte de niveles más altos y a que surgirían cuellos de botella en algunas actividades. Si bien en términos globales la brecha de producto todavía es elevada, en algunos sectores ya comenzaron a detectarse problemas, tanto en la capacidad de la estructura productiva para abastecer una demanda creciente, como en la dificultad para satisfacer los requerimientos de mano de obra con capacidades específicas.

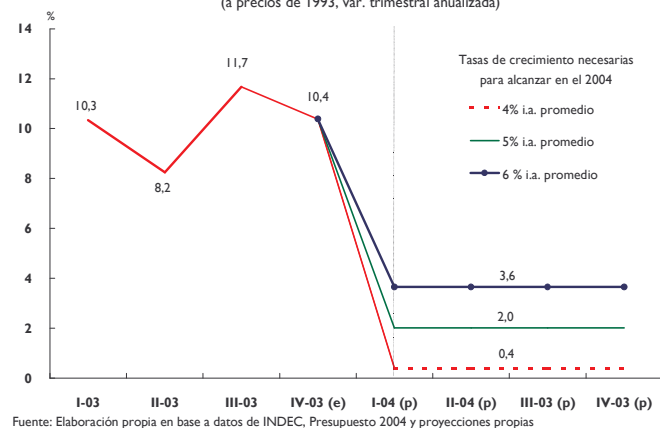
Adicionalmente, si bien los mayores márgenes de comercialización (principalmente en los sectores productores de transables) y la reducción de la carga financiera generada por la pesificación o la cesación de pagos o reestructuración dependiendo de las características del endeudamiento, permitieron hasta ahora el financiamiento del capital de trabajo, el resurgimiento del crédito permitiría asegurar un crecimiento sostenido de la economía en la medida que se agoten los recursos productivos ociosos y se reduzcan los márgenes. La importante liquidez que mantiene el sistema financiero en conjunto con la baja en las tasas de interés y la incipiente recuperación del crédito comercial, principalmente de líneas de corto plazo, permiten ser optimistas.

Gráfico III.1
Producto Interno Bruto
(a precios de 1993)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Gráfico III.2
Producto Interno Bruto
(a precios de 1993, var. trimestral anualizada)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, Presupuesto 2004 y proyecciones propias

Cuadro III.I
Pronósticos de la Economía Argentina
(por componente, var. % interanual)

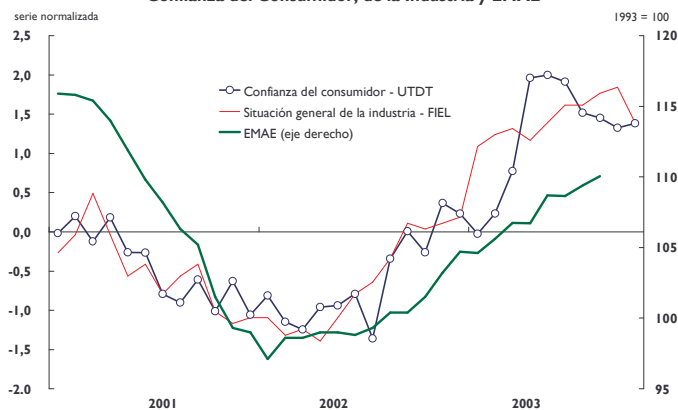
Componente	2002	2003		2004	
		BCRA	REM	BCRA	REM
PIB	-10,9	7,7	8,0	6,0	6,5
Consumo*	-12,9	6,8	6,7	6,2	6,6
Inversión Interna Bruta Fija	-36,1	32,7	33,3	19,8	20,4

* Incluye Consumo Público y Privado y la Discrepancia Estadística

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC



Gráfico III.3
Confianza del Consumidor, de la Industria y EMAE



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC y FIEL

III.2. Componentes del Gasto

El mayor dinamismo que registró la economía en el segundo semestre de 2003 impulsó hacia arriba el crecimiento proyectado del PIB para ese año que se ubica en torno a 8% y consecuentemente el arrastre estadístico que queda para 2004 llegaría a 3,8%, por lo que aún en un improbable contexto de estancamiento económico se alcanzaría el crecimiento pautado en el Presupuesto.

El gasto interno, liderado por el consumo privado y en segundo lugar por la inversión, explicó el desempeño de la economía en la segunda mitad de 2003. Las exportaciones netas continuaron contribuyendo negativamente al crecimiento del PIB debido al fuerte ritmo que muestran las importaciones, que supera con creces el exhibido por las exportaciones. Para este año, se espera que la absorción interna siga siendo el motor del crecimiento, y las exportaciones netas vuelvan a aportar negativamente a la expansión de la economía (ver Gráfico III.4).

Inversión

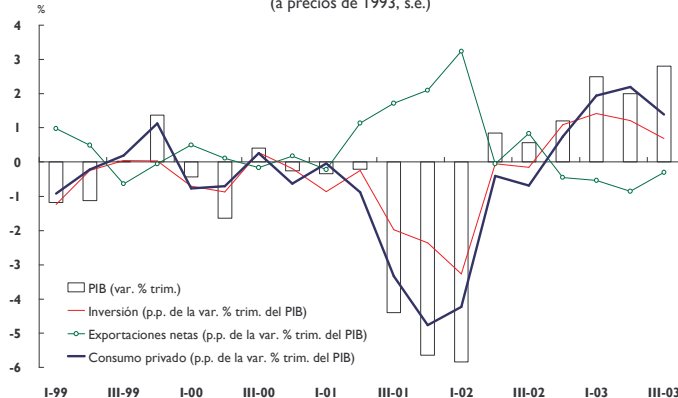
En la segunda mitad del año pasado la inversión mantuvo el dinamismo mostrado durante los tres trimestres previos, aunque a un ritmo algo menor, por lo que 2003 finalizaría con un crecimiento mayor a 30%. La inversión fue financiada con ahorro interno, dado que el ahorro externo (la contrapartida de la cuenta corriente del Balance de Pagos), fue negativo a lo largo de 2003. Adicionalmente, el sector público contribuyó positivamente al ahorro doméstico a diferencia de lo ocurrido durante la década del '90 cuando se registraron sucesivos déficits (ver Gráfico III.5).

Si bien en términos agregados se observa todavía una subutilización de la capacidad instalada en la economía, en algunos sectores, comienzan a detectarse cuellos de botella (ver Gráfico III.7). Esto, unido al agotamiento del autofinanciamiento producto de la reducción de los márgenes que podría darse en los sectores más beneficiados por la devaluación, determinan la necesidad dinamizar la inversión que permita financiar el crecimiento sin generar presiones inflacionarias.

De hecho, el crédito comercial ya mostró un leve crecimiento a partir de julio de 2003, aunque ligado principalmente a instrumentos de corto plazo. Sin embargo, se prevé que estarían dadas las condiciones para el inicio de una recuperación del financiamiento de más largo plazo durante este año. El sistema financiero presentó un fuerte incremento de la liquidez que permitió una continua reducción de las tasas de interés activas y se introdujeron algunos cambios en las normas de regulación prudencial de las entidades financieras, que igualaron las condiciones de acceso al crédito para el sector privado respecto al sector público (ver Sección VII). Con respecto al crédito externo, el proceso de reinserción en los mercados financieros internacionales luego de la fuerte crisis económica es un proceso lento. Actualmente la mayor parte de las empresas, si bien lograron reestructurar sus pasivos, no están recibiendo fondos frescos.

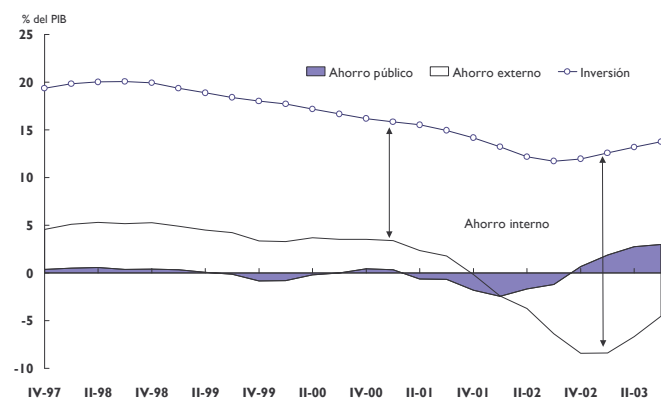
Para 2004 se proyecta un nuevo aumento de la inversión, el cual se ubicaría en torno a 20%. Las principales inversiones anunciadas hasta el momento, adicionales al impulso que continuará

Gráfico III.4
Crecimiento del PIB y Contribución por Componente del Gasto
(a precios de 1993, s.e.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

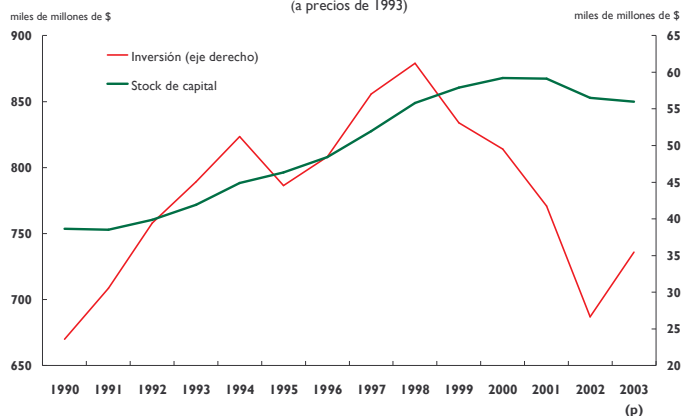
Gráfico III.5
Composición del Ahorro



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC



Gráfico III.6
Inversión y Stock de Capital
(a precios de 1993)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Economía

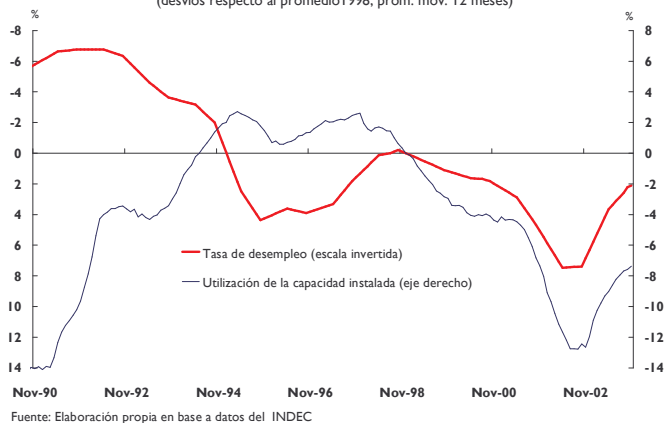
manteniendo la construcción, están vinculadas a ampliaciones de plantas de sectores manufactureros (especialmente productores de insumos industriales), infraestructura y actividades extractivas.

Consumo

El consumo mantuvo, en la segunda mitad del año pasado, la dinámica recuperada a partir del segundo trimestre. En particular, el consumo privado se expandió 2% s.e. durante el tercer trimestre y se estima una expansión similar para el cuarto, por lo que el año finalizaría con un crecimiento de 7,4%. Como contrapartida, el consumo público experimentó una caída de 0,4% en el tercer trimestre y se perfila que el año finalizaría con una expansión de sólo 2,8%.

El impulso en el consumo privado se explica por una conjunción de factores entre los que se destacan: el aumento en la masa salarial, el efecto riqueza generado por la caída en las tasas de interés y la menor incertidumbre así como el resurgimiento del crédito.

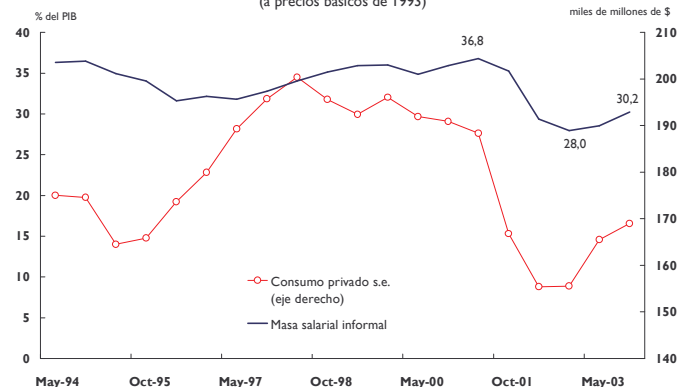
Gráfico III.7
Tasa de Desempleo y Utilización de la Capacidad Instalada
(desvíos respecto al promedio 1998; prom. mov. 12 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

El cambio paulatino en la distribución del ingreso a favor de los sectores asalariados, generado por el aumento del empleo y en los salarios, se refleja en una mayor demanda interna. (ver Gráfico III.8). Adicionalmente, la mejora en la percepción respecto a los ingresos futuros que genera la recuperación (menor probabilidad de despidos que reduce el ahorro precautorio), junto con la baja inflación, fue destrabando decisiones de consumo (ver Gráfico III.9). En este contexto, la fuerte caída del costo de oportunidad, dadas las bajas tasas que se pagan en el sistema financiero local y en el exterior, alentó a las familias a utilizar el efecto riqueza positivo que generó la depreciación real sobre aquellos sectores que mantuvieron sus ahorros en dólares fuera del sistema financiero, e incluso sobre aquellos cuyas colocaciones fueron pesificadas a 1,4\$/US\$ más CER.

Gráfico III.8
Participación de la Masa Salarial en el PIB
(a precios básicos de 1993)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

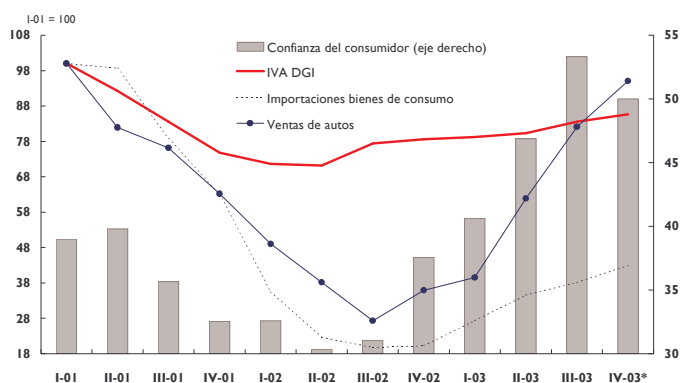
Adicionalmente, el incipiente resurgimiento del crédito, inicialmente para consumo, y la tendencia descendente que muestran las tasas activas también incidió sobre la recuperación de este componente del gasto, a través de la generación de un efecto riqueza adicional. De todos modos, el impacto del crédito sobre el consumo debería ser menor al registrado en los inicios de la década del '90 dado que el mercado potencial para este tipo de financiamiento se redujo como consecuencia del aumento del precio de los bienes durables en relación al salario. Hay que destacar que las tasas activas son más inflexibles a la baja debido a que están atadas a plazos más largos, por lo que los bancos han estado esperando para confirmar si los cambios en el ciclo son transitorios o permanentes antes de trasladarlos a menores tasas. Por tanto, se espera que la reducción de tasas activas que comenzó a observarse en los últimos meses se intensifique.

Para este año se prevé un crecimiento del consumo privado en torno a 6,4%, es decir, por encima del aumento del PIB. Esta proyección es consistente con un aumento de la masa salarial (que será impulsada por un incremento en el empleo y en los salarios) (ver Sección IV), los altos niveles de confianza del consumidor y la baja de las tasas de interés.

Exportaciones Netas



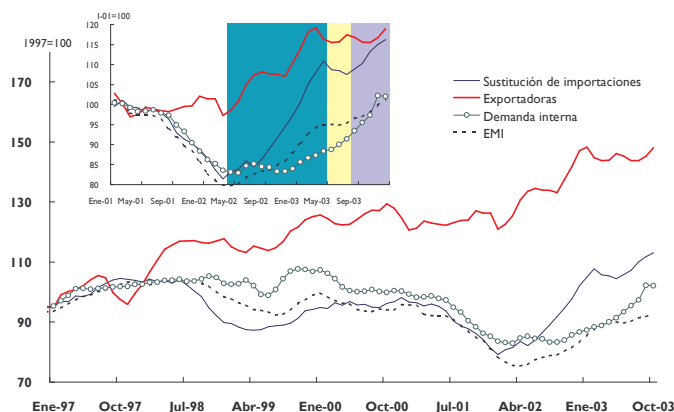
Gráfico III.9
Indicadores de Consumo



* con información disponible al 7/01/04

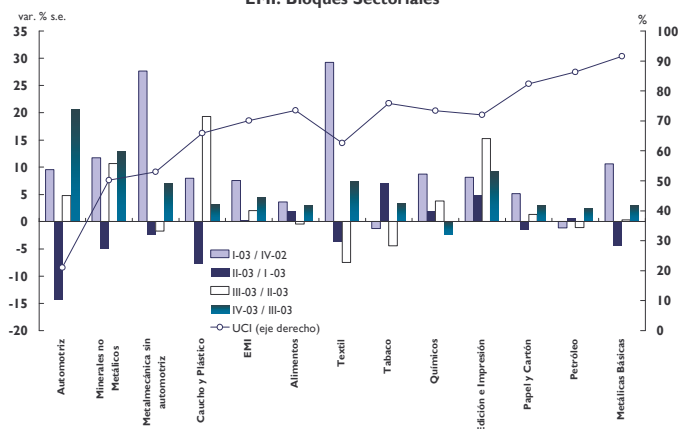
Fuente: Elaboración propia en base a datos de Secretaría de Hacienda, INDEC, ADEFA y UDTT

Gráfico III.10
EMI - Evolución Sectorial de Corto y Mediano Plazo



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Gráfico III.11
EMI. Bloques Sectoriales



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Las exportaciones netas continuarían contribuyendo negativamente a la expansión del PIB durante la segunda mitad del año pasado, aunque en menor cuantía que durante los tres trimestres previos.

El menor crecimiento estimado en las cantidades exportadas se explicaría por un comportamiento contrapuesto entre las exportaciones agropecuarias (que mostrarían una leve caída en el volumen, producto de algunos problemas climáticos registrados y los menores rendimientos) y de las Manufacturas Industriales (que recibirían el impacto positivo de una mayor demanda de Brasil al tiempo que se espera se mantenga la tendencia creciente de esos productos hacia otros destinos) (ver Sección V).

III.3. Comportamiento de la Oferta

Por el lado de la oferta, la recuperación es ampliamente difundida. Además de la expansión significativa en aquellos sectores que lideraron la salida tales como la agricultura, la industria manufacturera y la construcción, el crecimiento se extendió en la segunda mitad del año pasado al área de servicios. Para todo 2004 se proyecta una contribución al crecimiento más uniforme entre los sectores, con un incremento mayor en el área de servicios y algo menor en los sectores de bienes y la construcción.

Industria

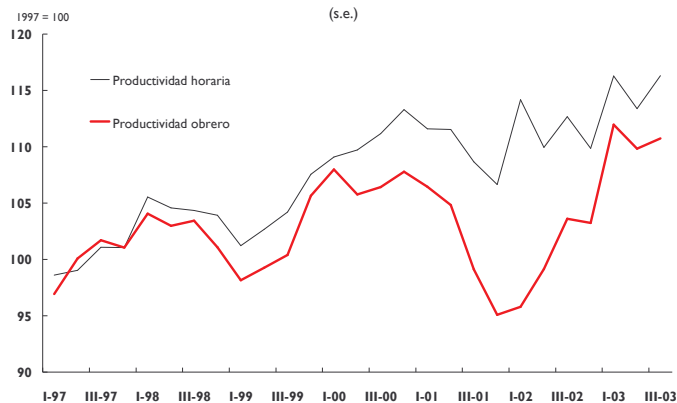
Luego del estancamiento observado en el segundo trimestre de 2003, la industria recuperó la tendencia de crecimiento impulsada por una mayor demanda interna y por la menor presión de los saldos exportables generados por Brasil a partir de la mejora en la actividad registrada en esa economía.

El impulso que exhibió el consumo contribuyó al crecimiento de los sectores más dependientes de la demanda interna que aún presentaban una significativa subutilización de la estructura productiva tales como la Industria Automotriz y Minerales no Metálicos (ver Gráficos III.10 y III.11). Adicionalmente, los sectores ligados a la sustitución de importaciones, que habían frenado su recuperación hacia el segundo trimestre, obtuvieron nuevamente protagonismo. En contrapartida, los sectores más ligados a la exportación registraron un amesetamiento en el último trimestre del año, que estaría generado por la imposibilidad de expandir la producción con la capacidad instalada actual. Estos sectores explicaron en parte los anuncios de inversiones realizados durante los últimos meses del año.

En el tercer trimestre tanto la productividad por obrero como la horaria mantuvieron la tendencia creciente observada durante todo el año, aunque a tasas inferiores. Ello permitió que no se registrasen virtualmente aumentos en los costos laborales unitarios desde los mínimos alcanzados en el tercer trimestre de 2002 a pesar del incremento en los salarios pagados por obrero y en la mayor incorporación de personal al proceso productivo (ver Gráfico III.12). En el futuro, si bien se prevé que continúe la recuperación salarial en la industria, es factible que no se traslade a precios finales en función de los fuertes aumentos de productividad ya registrados. De todos modos, existen diferencias importantes por sector que pueden generar presiones al alza en los precios en determinadas actividades industriales (ver Sección VIII).

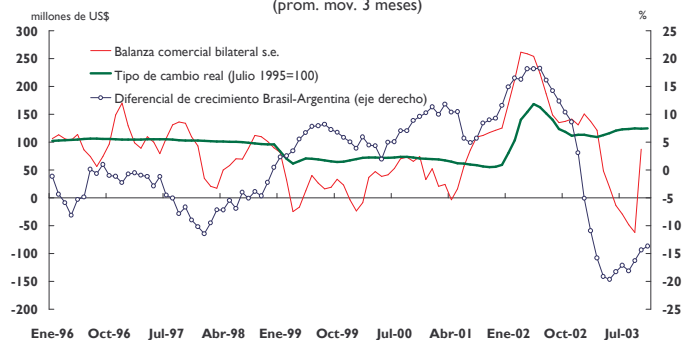


Gráfico III.12
Productividad en la Industria
(s.e.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

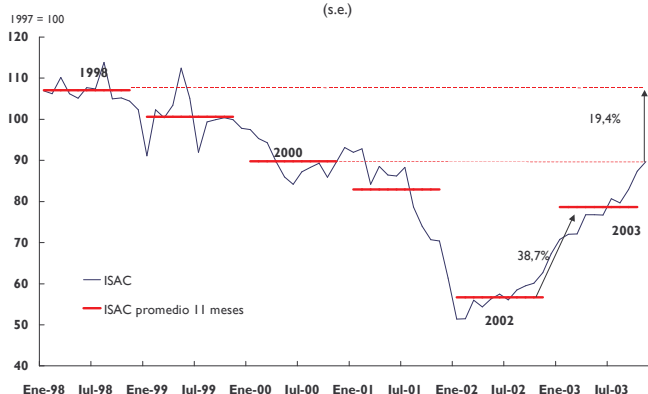
Gráfico III.13
Diferencial de Crecimiento Industrial, Tipo de Cambio Real
Bilateral y Balanza Comercial con Brasil
(prom. mov. 3 meses)



* El diferencial de crecimiento industrial se construye a partir de la diferencia entre las tasas interanuales de variación de la producción industrial de Brasil y Argentina.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC e IBGE

Gráfico III.14
ISAC. Promedio y Nivel
(s.e.)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

La actividad industrial durante 2004 estará impulsada por un mercado interno en expansión en conjunto con una mayor demanda externa de manufacturas industriales proveniente, en gran medida, de la recuperación de la economía brasileña. Como se aprecia en el Gráfico III.13, en los últimos años el resultado de la balanza comercial entre Argentina y Brasil estuvo fuertemente explicado por el diferencial de crecimiento entre ambos países más que por la fuerte depreciación del peso frente al real. Desde mediados de 2003, este diferencial, que favorecía a la economía argentina, se fue cerrando por lo que se espera que el saldo comercial en favor del país vecino también tienda a reducirse durante 2004.

Construcción

La construcción sostuvo un buen desempeño durante el segundo semestre de 2003, manteniendo la tendencia creciente iniciada a partir de mediados de 2002 (ver Gráfico III.14). El crecimiento fue liderado nuevamente por la edificación de viviendas para uso particular, aunque también mostraron un buen dinamismo las edificaciones destinadas al uso comercial e industrial, las obras viales y de infraestructura. Finalmente, las obras petroleras exhibieron una trayectoria disímil al resto de los sectores con un crecimiento significativamente menor.

Las perspectivas para la construcción de viviendas son favorables para 2004 en función del bajo precio relativo que aún exhiben los costos de construir respecto al valor de las viviendas (ver Gráfico III.15). Si bien se espera un menor número de obras nuevas en la medida en que se vaya diluyendo el “efecto riqueza” mencionado, no se aguarda en el corto plazo una desaceleración en las construcciones y refacciones. En efecto, las que están hoy en marcha en conjunto con los nuevos permisos de edificación tienen por delante un período para ser concluidas que asegura el dinamismo del sector en los próximos meses.

Adicionalmente, el incipiente retorno del crédito hipotecario podría generar un estímulo genuino a la construcción que compense la atenuación del efecto riqueza que dio el impulso inicial. No obstante ello, como ocurre en el consumo de bienes durables, el aumento de los precios de los departamentos en relación a los salarios determinará un impacto menor del crédito sobre el mercado inmobiliario que el registrado durante la década del '90.

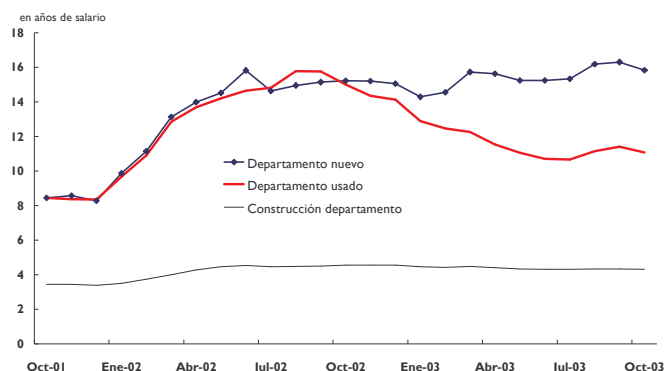
Por otro lado, el retorno de la inversión pública tanto nacional como provincial significará otro elemento favorable para el desempeño del sector durante el próximo año. Se estima que el monto de inversión pública que aparece en el Presupuesto entre lo que ejecuta la Nación directamente y lo que se transfiere a las provincias, tal como el caso del FONAVI, asciende a 2 % del PIB. De esta forma, a este monto habría que sumarle lo ejecutado por las Provincias con fondos propios y aportes realizados por la Nación mediante subsidios a inversiones de empresas de servicios públicos.

Finalmente, los anuncios de varias compañías petroleras sobre sus planes de inversión durante 2004, permiten ser optimistas respecto a la evolución de la construcción en este sector.



Agricultura

Gráfico III.15
Valor de un Departamento Tipo *



* Se considera departamento tipo a uno de 60 m²

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la UADE e INDEC

La cosecha 2002/03 se constituyó en récord de producción de granos, ratificándose una transformación en la estructura productiva donde las oleaginosas superaron a los cereales en términos de volumen por primera vez. El sector agrícola, que fue ampliamente favorecido tanto por el cambio de precios relativos internos como por el aumento de los precios de los productos primarios en los mercados internacionales, pudo mejorar su situación patrimonial al reducir sus pasivos financieros pesificados. Asimismo, la mayor rentabilidad le permitió recomponer su capital de trabajo, realizar mayores gastos en fertilizantes y plaguicidas y efectuar inversiones para renovar el parque de maquinarias agrícolas resultando, todo ello, en un incremento en los rendimientos de la cosecha.

A pesar del auspicioso comienzo a partir de la ampliación del área sembrada, la cosecha 2003/2004 mostraría una leve caída en relación a un año atrás como consecuencia de la sequía que afectó al país en los meses de octubre y noviembre (ver Cuadro III.2). Las consecuencias de este fenómeno climático se reflejaron en una menor superficie sembrada de maíz, maní y girasol, desviando la producción hacia la soja dada la mayor flexibilidad en el período de implantación. Además, el mal clima produjo la pérdida de 6% del área cosechada de trigo (300.000 ha), en especial en las zonas más al norte del país, por bajos rendimientos. A pesar de esto, la cosecha de trigo, que se encuentra casi finalizada a principios de enero, se estima en 12,5 millones de toneladas, contra los 12,3 millones de la cosecha anterior.

Cuadro III.2
Producción de Cereales y Oleaginosas

	2003-04		2002-03		Var % 2003-04 / 2002-03	Dif. 2003-04 / 2002-03
	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %		
Cereales	29.415	42,2	31.912	45,0	-7,8	-2.497
Maiz	12.500	17,9	15.040	21,2	-16,9	-2.540
Trigo	12.500	17,9	12.301	17,4	1,6	199
Sorgo granifero	2.100	3,0	2.685	3,8	-21,8	-585
Arroz	950	1,4	718	1,0	32,3	232
Cebada cervecera	730	1,0	543	0,8	34,4	187
Avena	500	0,7	500	0,7	0,0	0
Centeno	90	0,1	80	0,1	12,5	10
Otros	45	0,1	45	0,1	0,0	0
Oleaginosas	40.273	57,8	38.768	54,7	3,9	1.505
Soja	37.000	53,1	34.800	49,1	6,3	2.200
Girasol	3.000	4,3	3.714	5,2	-19,2	-714
Mani	205	0,3	220	0,3	-6,8	-15
Otros	68	0,1	34	0,0	100,0	34
Total	69.688	100,0	70.885	100,0	-1,7	-1.197

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la SAGPyA y USDA

Por su parte, la soja se consolida como el principal cultivo nacional y se espera que, en condiciones climáticas normales, la campaña actual con 37 millones de toneladas alcance un nuevo récord. El dinamismo de la soja estaría impulsando a las empresas alimenticias locales a llevar a cabo nuevos proyectos de inversión con el fin de aumentar su capacidad de procesamiento, en especial en el cinturón de la soja en Santa Fe. Además, la mayor disponibilidad de granos permitirá la obtención de un mayor saldo oleaginoso exportable.

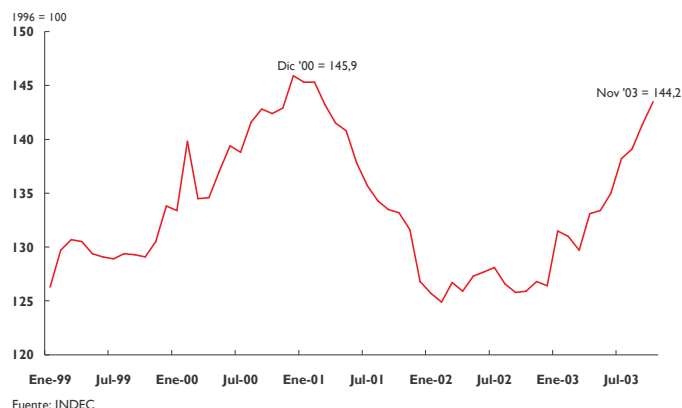
Las perspectivas por el lado de los precios son alentadoras, en especial los del sector oleaginoso que se mantienen firmes debido a la fuerte demanda mundial de alimentos, en un contexto de crecimiento mundial, de pérdidas de cosechas en algunos países importantes y la consiguiente reducción en los niveles de stocks (ver Sección II). El crecimiento en la demanda se debe, fundamentalmente, a los requerimientos de China para poder abastecer las nuevas necesidades alimenticias de su población ante la mejora de sus ingresos. Además, la aparición de casos de “vaca loca” dentro de los Estados Unidos obligaría a la industria cárnica de ese país (de ganado vacuno, porcino y avícola) a cambiar harinas de origen animal por vegetal para alimentar a su hacienda, provocando un aumento inesperado en la demanda. Por el lado de la oferta, las recientes estimaciones de la Secretaría de Agricultura de Estados Unidos proyectan una baja cosecha 2003/04 consolidando el escenario previo.

Se espera entonces que el buen momento por el que atraviesa el sector agrícola continúe en 2004 permitiendo al sector generar mayores inversiones y prolongar el crecimiento del último bienio.



Servicios

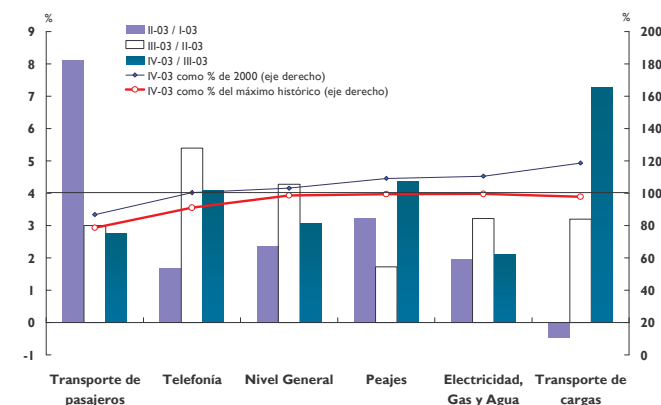
Gráfico III.16
Índice Sintético de Servicios Públicos
(s.e.)



Los servicios se recuperaron desde la segunda mitad de 2003, favorecidos por el mayor consumo y el dinamismo de la actividad económica.

Por un lado, continúa firme la demanda de servicios públicos a partir de la mejora en el nivel de actividad y de la caída en términos relativos de sus precios. Según el INDEC, el Indicador Sintético de Servicios Públicos (ISSP) ya se sitúa en valores cercanos a sus máximos observados a fines de 2000 (ver Gráfico III. 16). La mejoría estuvo signada por diversos factores como el crecimiento de la actividad industrial, el aumento de la masa salarial, las mayores cantidades exportadas, en especial las agrícolas, y el incremento del turismo interno y externo. De esta manera, casi todos los rubros que componen el indicador se sitúan en sus niveles máximos o en valores cercanos a ellos. Solamente se mantiene por debajo el transporte de pasajeros, cuya recuperación fue menor (ver Gráfico III.17).

Gráfico III.17
Consumo de Servicios Públicos



Si bien para 2004 se espera que la demanda de estos servicios vuelva a crecer, existen ciertas incertidumbres vinculadas a la capacidad de la oferta para abastecer la demanda creciente. En ciertos sectores se podrían generar algunos cuellos de botella, sobre todo en actividades cuyos precios están regulados y no existen subsidios estatales como en el caso del transporte público de pasajeros.

Por otro lado, los servicios no regulados también fueron favorecidos por la expansión del gasto interno. En particular, adicional al auge del turismo que ya se viene vislumbrando desde principios del año pasado, se observa una recuperación en los sectores ligados al comercio, salud, educación y servicios personales. Los servicios financieros, por su parte, si bien continúan mostrando una disminución en su valor agregado, parece que han encontrado su piso y se espera que la actividad crezca durante el 2004 mediante el impulso del crédito al sector privado.

Para 2004 se proyecta que los servicios alcancen una mayor tasa de crecimiento que en 2003, en función de la fuerte tendencia positiva que muestra el consumo y una mayor recomposición de precios relativos en favor de los sectores no transables.





IV. EMPLEO Y SALARIOS

IV.1. Síntesis

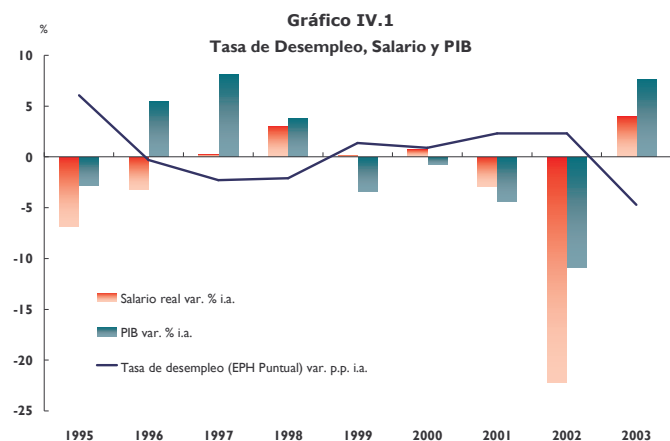
En función de las perspectivas de crecimiento para el corriente año, se prevé un contexto favorable tanto para el aumento del empleo como para la reducción de la tasa de desocupación, aunque a un ritmo algo inferior al observado durante 2003 (ver Gráfico IV.1). Para el cuarto trimestre de 2004 el BCRA proyecta que la tasa de desempleo que surge de la EPH continua se reduzca en 2,1 p.p. y se ubique en 14,2%, suponiendo una tasa de actividad levemente superior, una creación de más de 700 mil puestos de trabajo en cinco trimestres consistente con una elasticidad empleo producto algo inferior, y una incidencia similar de los planes de empleo.

A pesar de la dinámica virtuosa observada durante 2003, los niveles de desempleo todavía son elevados, por lo que en términos generales es impreciso hablar de presiones salariales. Sin embargo en algunos sectores, principalmente industriales y en la construcción, comenzaron a detectarse algunas restricciones en la oferta de determinadas capacidades técnicas, lo cual podría estar presionando hacia arriba el precio del trabajo. Adicionalmente, la política salarial establecida desde el Ministerio de Trabajo, con aumentos homogéneos para todos los sectores y categorías, estaría generando algunas presiones salariales adicionales con el fin de recomponer las escalas. Se espera que la recuperación de la remuneración del trabajo continúe durante el año y que tal cual se fue dando en los últimos meses, alcance además al sector informal de la economía.

El impacto sobre los precios del aumento salarial será muy sensible al sector del cual se trate. En particular los aumentos de productividad registrados en algunos sectores productores de bienes desde la salida de la Convertibilidad y la brusca caída en los costos laborales unitarios, permitirían que esta recomposición salarial se de sin generar necesariamente presiones sobre sus precios. Pero esto no es necesariamente así en algunos sectores productores de servicios no regulados (salud, educación, servicios personales, etc), que al haber sido los más relegados a partir del cambio en los precios relativos, es factible que trasladen a precios los aumentos salariales que otorguen.

IV.2. Empleo

Luego de casi cinco años de pruebas, el INDEC decidió discontinuar a partir de octubre pasado la Encuesta Permanente de Hogares tradicional (EPH puntual) y comenzar a publicar los resultados de la nueva Encuesta Permanente de Hogares (EPH continua), que de ahora en más se difundirá en forma trimestral, a diferencia de las dos ondas anuales (mayo y octubre) que reflejaba la encuesta anterior. Para no generar confusiones sobre la efectiva trayectoria de las cifras de empleo y desempleo, el INDEC difundió una estimación de la encuesta puntual para el tercer trimestre del año. En lo que resta del capítulo emplearemos los resultados de la encuesta continua para analizar los niveles de las variables ocupacionales y en los casos en que se comente su trayectoria se utilizará la encuesta puntual, dado que la nueva EPH cuenta con una historia acotada y las series no son homogéneas.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Cuadro IV.1
EPH - Principales Indicadores de los Aglomerados Urbanos
(en miles de personas)

	Oct-02	May-03	3º trim 03		Diferencia	Diferencia	Diferencia %
	EPH Puntual	EPH Puntual	EPH Puntual (*)	EPH Continua (*)	(2) - (1)	EPH Puntual 3º trim 03 - Oct-02	EPH Puntual 3º trim 03 - Oct-02
Población Urbana	34.223	34.393	34.423	34.423	0	200	0,6
PEA	14.336	14.393	14.617	15.605	988	281	2,0
Tasa de actividad (%)	42,9	42,9	43,0	45,7	2,7	0,1	
Ocupados	11.827	12.191	12.486	13.148	662	659	5,6
Tasa de empleo (%)	35,3	36,2	37,0	38,2	1,2	1,7	
Desocupados (3)	2.509	2.202	2.131	2.458	327	-378	-15,1
Tasa de desocupación (%)	17,8	15,6	14,3	16,3	2,0	-3,5	
Desocupados corregidos*	3.307	2.987	2.916	3.242	327	-391	-11,8
Tasa de desocupación corregida (%)	23,6	21,4	19,4	21,4	2,0	-4,2	
Subocupados (4)	2.853	2.706	2.573	2.591	18	-280	-9,8
Tasa de subocupación (%)	19,9	18,8	17,6	16,6	-1,0	-2,3	
Personas con problemas de empleo (3) + (4)	5.362	4.908	4.704	5.048	344	-658	-12,3

* Corregido por planes de empleo

** La estimación de la EPH puntual corresponde al mes de agosto de 2003

Fuente: INDEC y Ministerio de Economía en base a datos de la EPH



Gráfico IV.2
Evolución de los Ocupados con y sin planes de empleo

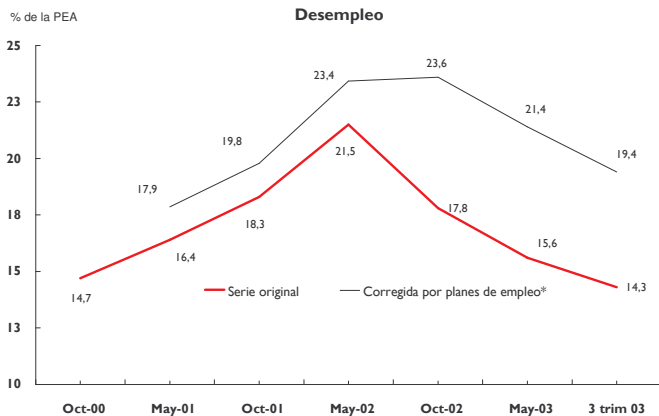


* No se consideran como empleados las personas que tienen como ocupación principal un plan de empleo
Fuente: INDEC y Ministerio de Economía, EPH Puntual

Los resultados “estimados” de la encuesta puntual muestran una reducción de 1,3 p.p. en la tasa de desempleo en relación con la medición de mayo, y una caída de 3,5 p.p. en términos interanuales, alcanzando en el tercer trimestre del año pasado a 14,3% (16,3% en la EPH continua). De la extrapolación de estos datos al total urbano, surge que la población desocupada se redujo en un año en 378 mil personas, y aún no trabajan y buscan activamente empleo 2,13 millones de personas (ver cuadro IV.I.)

Esta reducción significativa en la tasa de desempleo se explica por el incremento de las personas ocupadas, dado que la tasa de actividad se mantuvo prácticamente constante (ver Gráfico IV.2). A partir de la extrapolación al total urbano, en un año se generaron 659 mil puestos de trabajo, es decir un ritmo de expansión del 5,6% i.a., los cuales más que compensaron el crecimiento de la Población Económicamente Activa (PEA). La contrapartida fue un aumento en el año de 1,7 p.p. en la tasa de empleo que alcanzó en el tercer trimestre de 2003 a 37% de la población total.

Gráfico IV.3
Desempleo

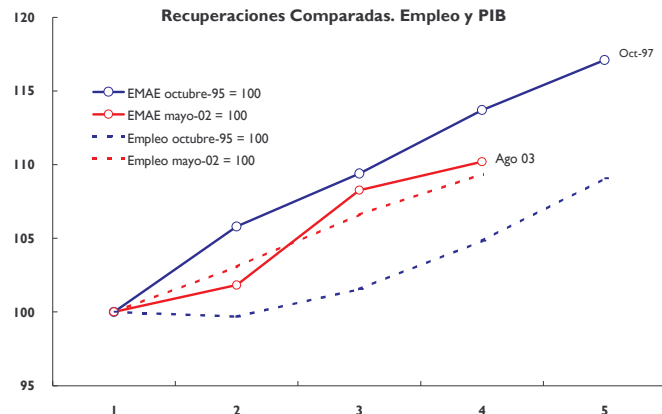


* No se consideran como empleados las personas que tienen como ocupación principal un plan de empleo
Fuente: EPH Puntual INDEC

Como los planes de empleo se mantuvieron prácticamente constantes, los nuevos puestos de trabajo que refleja la encuesta son “genuinos” en su totalidad, por lo que la tasa de desempleo corregida acorde con la EPH puntual muestra una caída similar y alcanza 19,4% (ver Gráfico IV.3). De todos modos no necesariamente la totalidad de los planes incide en los niveles de ocupación que refleja la encuesta, sino que su impacto sobre los indicadores de empleo depende de la situación personal del beneficiario y de cómo se identifique ante el encuestador.

La elasticidad empleo producto es significativamente mayor que la observada luego de la crisis del Tequila. En un año esta elasticidad alcanzó a 0,7 dado que el empleo (Ocupados) y el Producto (EMAE) crecieron 5,6% y 8,2% respectivamente. Y si bien entre las dos últimas mediciones la elasticidad se eleva a 1,4, este nivel podría estar afectado por factores estacionales (ver Gráfico IV.4). De todos modos, esperamos que esta elasticidad se reduzca en el futuro pero alcance niveles más altos que los observados durante la segunda mitad de los 90 (cuando la economía ya había realizado los ajustes de productividad) dada la nueva estructura de precios relativos con bajos costos laborales, principalmente para los sectores productores de transables.

Gráfico IV.4
Recuperaciones Comparadas. Empleo y PIB



Nota: Los periodos corresponden a las ondas de la EPH Puntual
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Sin embargo, deben tenerse en cuenta algunos efectos contrapuestos que también inciden sobre la elasticidad. Por un lado, la destrucción de empleo durante la crisis se vio amortiguada por los elevados costos de salida que fueron ampliados con la doble indemnización por despido, que se suma a la bienvenida prudencia de los empleadores durante la crisis en referencia a los despidos de personal. De este modo, en los inicios de la recuperación la mayor parte de los sectores utilizan el empleo ocioso ya contratado lo que impacta negativamente sobre la elasticidad. En la medida que avanza el proceso de recuperación, este fenómeno debería verse limitado, por lo que la elasticidad tendería a aumentar.

En contrapartida, la recuperación estuvo basada en un inicio en sectores intensivos en el uso del trabajo, factor que impulsó hacia arriba la elasticidad empleo producto. Ahora, al trasladarse la recuperación a los sectores menos intensivos en el uso del trabajo y



con mayor “capacidad ociosa de empleo contratado”, es probable que la elasticidad sea impulsada hacia abajo.

Las cifras resultantes de la encuesta de empleo relevada por el Ministerio de Trabajo en los cuatro principales aglomerados del interior del país, muestran un importante ritmo de creación de empleo formal en el segundo semestre de 2003 (ver Gráfico IV.5). Esto estaría indicando, que al menos no se incrementó la informalidad en el mercado de trabajo.

Características de la EPH Continua

Las principales diferencias metodológicas de la nueva encuesta de hogares en relación con la anterior consisten, además del aumento en la frecuencia del relevamiento y difusión de la información, en la mayor cantidad de preguntas realizadas en relación con la condición de actividad y de desocupación y la modificación del período de referencia, al extender el período de búsqueda de empleo para determinar si una persona es desocupada o inactiva, de la semana al mes. Así, la nueva encuesta releva formas previamente ocultas de ocupación (trabajo irregular, changas, actividades no reconocidas como trabajo por la población) y otras formas antes encubiertas de desempleo (relevando modalidades formales e informales de búsqueda que no necesariamente eran captadas por la EPH puntual) y por ende un aumento de la PEA (Ver Cuadro IV.2).

De este modo, la EPH continua muestra mayores tasas de Actividad (PEA/Población Urbana), Empleo (Ocupados/Población Urbana) y Desempleo (Desocupados/PEA). En particular la tasa de Actividad para la última medición es superior en 2,7 p.p., la tasa de Desempleo es mayor en 2 p.p. y la de Empleo 1,2 p.p. superior a la que surge de la EPH Puntual.

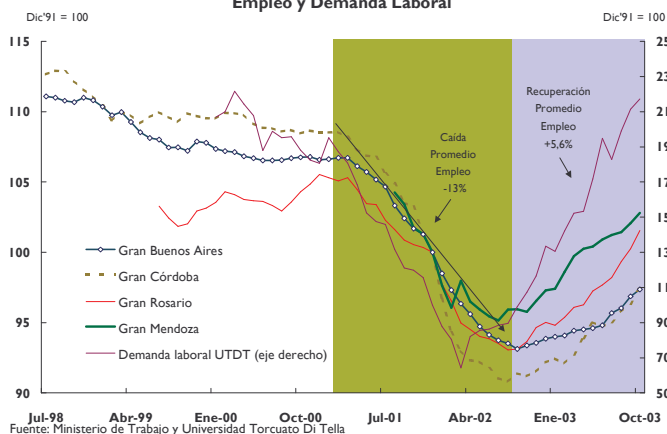
En términos de trayectoria, si bien el período en que ambas coexisten es reducido, la nueva encuesta muestra una volatilidad algo mayor que la anterior tanto en la tasa de actividad como en la de desempleo. En particular, en las cuatro ondas en las cuales ambas coinciden, las diferencias en la tasa de actividad y la tasa de desempleo se reducen desde 7 p.p. y 2,5 p.p. respectivamente en mayo de 2002 a 2,7 p.p. y 2 p.p. en el tercer trimestre de 2003 (ver Gráfico IV.6). Esto se debe a que como mencionamos antes, la nueva encuesta releva modalidades de ocupación y búsqueda de empleo no captadas por la encuesta anterior, que durante la crisis estuvieron exacerbadas producto del efecto desaliento y de la precarización del trabajo.

IV.3. Salarios

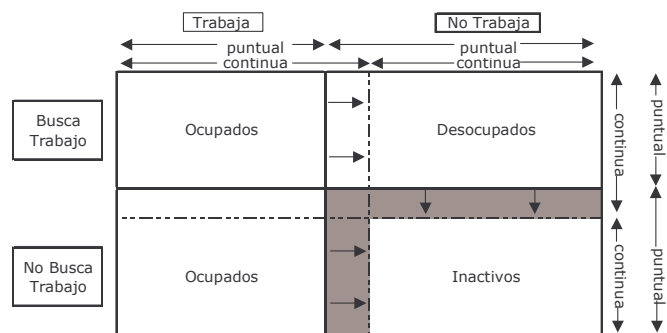
En el cuarto trimestre se aceleró la recuperación de los salarios que se observa desde mediados de 2003. En los últimos meses se aprecia además una recomposición del salario pagado en el sector informal de la economía (ver Gráfico IV.7).

Desde agosto se inició una recuperación de los ingresos promedio que reciben los trabajadores no registrados. Mientras el salario que percibe este sector se mantuvo hasta entonces en términos nominales sin cambios desde fines de 2001, en los últimos cuatro meses se observaron aumentos mensuales cercanos a 2%. De este modo, es esperable una reducción paulatina de la brecha existente entre los salarios pagados en el sector registrado y no registrado de

Gráfico IV.5
Empleo y Demanda Laboral

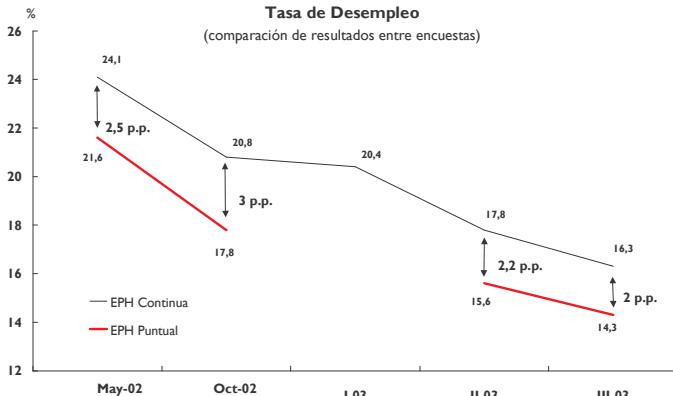


Cuadro IV.2
Cambios en la Definición de la PEA
(EPH puntual y EPH continua)



Fuente: Elaboración propia

Gráfico IV.6
Tasa de Desempleo
(comparación de resultados entre encuestas)



Los períodos de las dos encuestas no son comparables dado que una releva información en forma continua a lo largo del trimestre y la otra sólo en los meses puntuales.
Fuente: INDEC



la economía que se viene ampliando significativamente desde 1998, al tiempo que se incrementó la informalidad. Así, mientras en ese año el sector informal representaba 36% del empleo asalariado con un salario promedio 43% menor al pagado en el sector formal, actualmente la informalidad representa 41% (datos a mayo sin contar los planes de empleo) y el salario promedio es 62% inferior.

Adicionalmente, el buen desempeño de los ingresos tributarios en algunas provincias las llevaron a otorgar aumentos salariales a los empleados públicos, los cuales se reflejan en los últimos meses en la estadística del INDEC. Finalmente, los salarios del sector privado formal, que hasta ahora habían sido impulsados por los incrementos establecidos desde el Ministerio de Trabajo, también mostraron un dinamismo propio en los últimos meses y en enero volverían a aumentar en vista del incremento de \$50 adicional establecido en las medidas de octubre.

De este modo, si bien en términos globales y con un desempleo de 16,3%, es difícil hablar de presiones salariales generalizadas en la economía, en algunos sectores comienza a percibirse una incipiente recuperación del salario.

Por un lado, esas presiones están originadas en la escasez en la oferta de algunas capacidades específicas en determinados sectores, como el textil y la construcción. En particular algunos sectores, adicional a la mayor demanda de empleo, se observa una reducción de la oferta como consecuencia de la suba del salario de reserva generado por los planes de trabajo. En este sentido la decisión política de dejar los planes en suspenso (en lugar de eliminarlos) a aquellos perceptores que consiguen un empleo formal y reanudarlos inmediatamente en caso de que dicha relación se extinga, permitiría ampliar la oferta de trabajo y reducir en parte estas presiones.

Por otro lado y en lo que respecta al sector formal, las medidas de incrementos salariales homogéneas para todas las categorías y sectores, dispararon la apertura de negociaciones colectivas en varios de ellos para incorporar los incrementos a la estructura salarial del sector acordada en los convenios de trabajo. Esto estaría generando presiones salariales con el fin de recomponer las escalas.

Por su parte, el aumento homogéneo para todos los sectores también genera importantes disparidades debido a que no todos tuvieron la misma trayectoria en términos de nivel de actividad y precios.

El impacto de la recomposición salarial sobre los demás precios de la economía dependerá sensiblemente de las características del sector del cual se trate. En términos agregados no se observa un traslado a precios del aumento de estos costos. Incluso, como se comenta en la Sección VIII, en el caso de los servicios privados, cuya trayectoria desde principios de 2003 parecía estar acomodándose a la verificada por los salarios, se observa que durante los últimos meses el precio de los servicios se va desacelerando a pesar de la recomposición salarial (ver Gráfico IV.8). De todos modos, en la medida que continúe la recuperación del consumo, se espera que el aumento en los costos salariales sea trasladado al menos en parte a los precios finales.

En el caso de los bienes, la dinámica de la productividad y los costos laborales unitarios revela el fuerte aumento en los márgenes,

Gráfico IV.7
Evolución del Salario Real

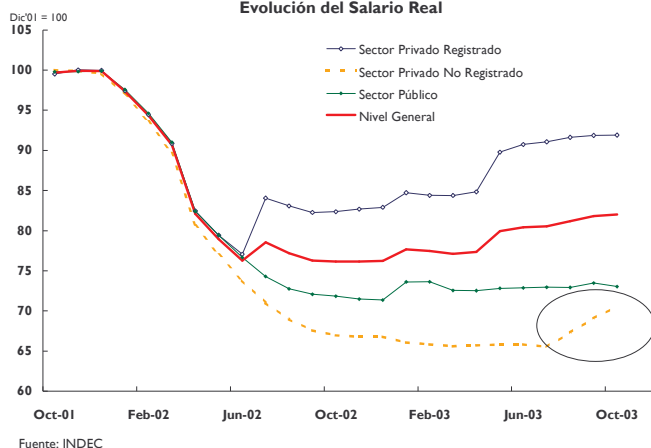
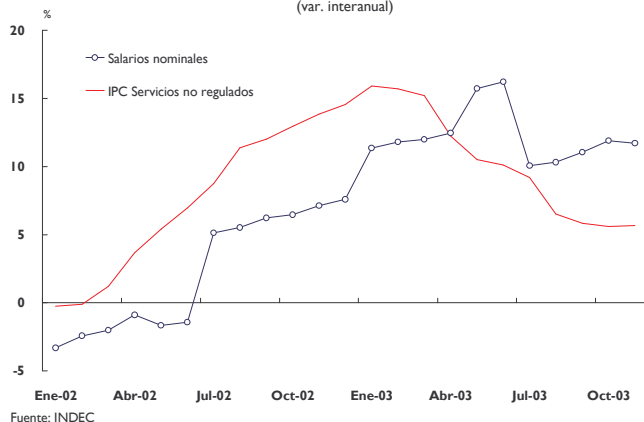


Gráfico IV.8
Evolución de Precios y Salarios
(var. interanual)





principalmente en los sectores productores de transables, por lo que una recomposición del salario nominal podría darse sin generar presiones sobre el resto de los precios de la economía, aún en un contexto de crecimiento sin mayores aumentos ulteriores de la productividad. De todos modos existen diferencias importantes entre los sectores que pueden generar presiones al alza en los precios de determinadas actividades industriales.

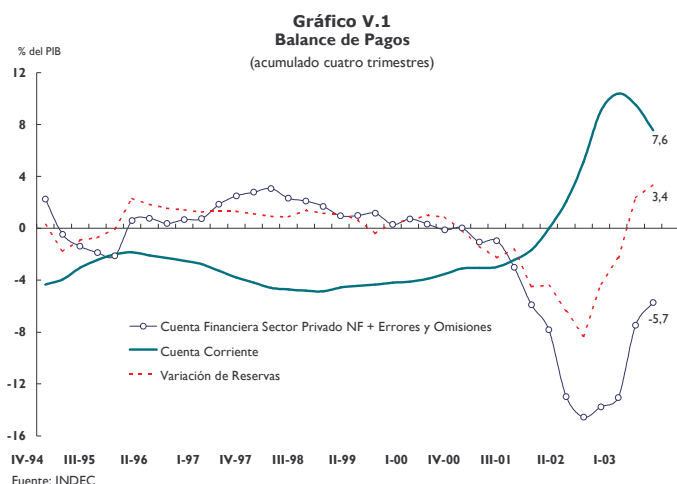




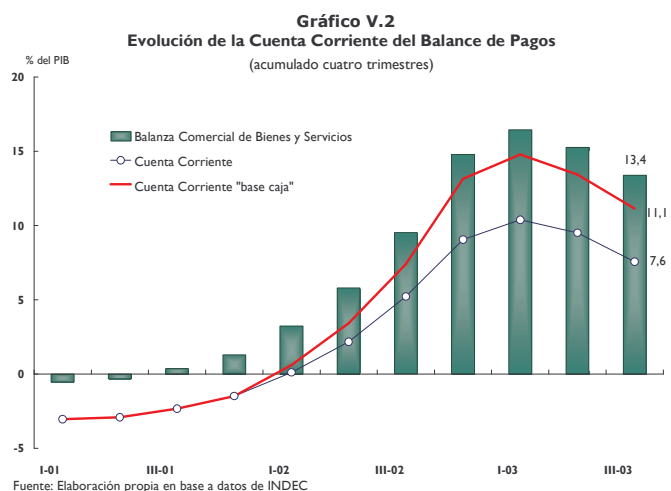
V. SECTOR EXTERNO

V.1. Síntesis

En el segundo semestre del año se observó una progresiva “normalización” de la Balanza de Pagos caracterizada por un menor superávit en Cuenta Corriente (medido en porcentaje del PIB), aunque todavía en niveles históricamente altos, conjuntamente con un menor déficit en la Cuenta Capital y una mayor acumulación de reservas por parte del BCRA (ver Gráfico V.1).



La disminución del superávit en Cuenta Corriente, que medido en “base caja”³ habría alcanzado en 2003 a 9,9% del PIB, responde principalmente a la trayectoria que exhibe la Balanza Comercial, definida por una importante recuperación de las importaciones acompañando el crecimiento de la actividad económica, y a pesar de la evolución favorable que mantienen las exportaciones. Para este año se proyecta un aumento adicional de 28% en las importaciones, consistente con una elasticidad importaciones-PIB menor que la vigente durante 2003 debido a los niveles más elevados de los que se parte, pero aún mayor a la elasticidad que la economía debiera alcanzar en el nuevo nivel de pleno empleo. Para las exportaciones, se proyecta un aumento de 12%, impulsadas por los mayores precios internacionales de los bienes primarios y sus manufacturas, por la incipiente recuperación de Brasil y por las buenas perspectivas de crecimiento de la economía mundial (Ver Gráfico V.2).



La Cuenta Capital y Financiera del Balance de Pagos medida en “base caja” registró una nueva disminución de la salida de capitales, fenómeno que se viene observando desde el segundo trimestre de 2002 y acumula al tercer trimestre de 2003 una caída anualizada de 12 puntos porcentuales (p.p.) del PIB en relación a un año atrás. Este resultado se da por la reducción a lo largo del año de la formación neta de activos en el exterior por parte del sector privado, que fue muy inferior a la registrada durante 2002. Asimismo, el resultado de la cuenta financiera del sector público respondió principalmente al flujo neto registrado con los organismos financieros internacionales. Finalmente, la cuenta financiera del sector financiero, habría cerrado el año con una salida neta de capitales. Para 2004, el buen desempeño de la economía local, los mayores flujos de capitales que se registran hacia las economías emergentes y el avance en el proceso de reestructuración de la deuda privada y pública podrían generar una reversión en la dinámica de la cuenta capital y financiera.

A partir de la dinámica descrita, el BCRA continuó acumulando Reservas Internacionales, una tendencia que debería mantenerse a lo largo de 2004.

V.2. Cuenta Corriente del Balance de Pagos

En 2003 la Cuenta Corriente en “base caja” (es decir, corregido por atrasos en el pago de intereses de la deuda) alcanzaría un superávit de aproximadamente 9,9% del PIB frente a 13,2% del PIB en 2002. Esta merma se explica por la reducción del saldo de la balanza comercial de mercancías, a raíz del fuerte crecimiento de las importaciones (que

³ El Balance de Pagos registra las transacciones con el criterio de devengado. De esta forma, los intereses devengados y no pagados por efecto del default son registrados en la Cuenta Corriente, al tiempo que su financiamiento involuntario se contabiliza en la Cuenta Capital y Financiera.



Cuadro V.1
Estimación del Balance de Pagos, Cuenta Corriente
(millones de US\$)

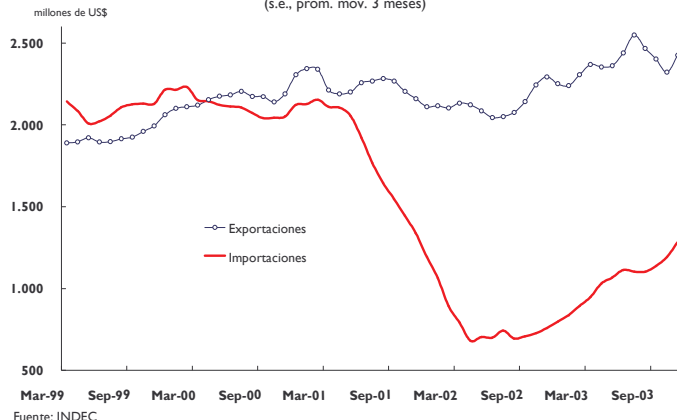
	I-02	II-02	III-02	IV-02	I-03	II-03	III-03
Cuenta corriente	1.393	2.860	2.834	2.472	2.077	2.888	1.460
Cuenta corriente, anualizada en % del PIB	4,3	11,1	12,3	10,3	8,0	8,2	4,5
Cuenta corriente "base caja"	2.527	4.049	3.576	3.636	3.222	4.063	2.302
Mercancías	3.761	4.765	4.600	4.111	4.181	4.938	3.976
Exportaciones fob	5.711	6.794	6.759	6.446	6.548	8.087	7.491
Importaciones fob	1.950	2.029	2.159	2.335	2.366	3.149	3.516
Servicios	-593	-405	-360	-253	-402	-342	-461
Exportaciones de servicios	787	641	701	837	958	839	896
Importaciones de servicios	1.381	1.046	1.061	1.089	1.360	1.180	1.357
Rentas	-1.847	-1.587	-1.490	-1.545	-1.783	-1.818	-2.149
Renta de la inversión	-1.845	-1.584	-1.488	-1.544	-1.781	-1.816	-2.147
Intereses	-1.902	-1.704	-1.783	-1.762	-1.815	-1.817	-1.834
Ganados	711	719	692	693	661	670	655
Pagados	2.613	2.423	2.475	2.455	2.476	2.487	2.489
Utilidades y Dividendos	58	120	295	218	34	1	-313
Ganados	116	83	108	43	164	115	39
Pagados	59	-37	-187	-175	130	114	352
Otras Rentas	-2	-3	-2	-2	-2	-3	-2
Transferencias corrientes	73	87	83	160	81	110	95

Fuente: INDEC

se estima en 52% interanual -i.a.- en el año) que más que compensó el buen desempeño que muestran las exportaciones, con un crecimiento cercano al 14% i.a.. Adicionalmente, luego de siete trimestres consecutivos de superávit en la cuenta de utilidades y dividendos, en el tercer trimestre de 2003 se registró una salida neta que también contribuyó con esta dinámica (ver Cuadro V.1). Este hecho tiene su origen en la mejora de la actividad económica y, por ende, en la generación de resultados positivos por parte de las empresas. tendencia que esperamos se acentúe durante 2004.

A partir del fuerte crecimiento esperado en las importaciones de bienes (estimado en 28% para 2004) se espera una disminución del superávit en Cuenta Corriente. Tal comportamiento se explicaría pese a un significativo aumento de las exportaciones, no menor al 12% (ayudadas por la variación de precios ya registrada en 2003). Por otra parte, durante 2004 se espera que los pagos de intereses por parte del sector público a no residentes alcance US\$2.185 millones que en su mayoría corresponde a los servicios con los Organismos Internacionales.

Gráfico V.3
Comercio Exterior. Exportaciones e Importaciones
(s.e., prom. mov. 3 meses)



Fuente: INDEC

Balanza Comercial

En 2003, la balanza comercial de mercancías alcanzaría aproximadamente 12% del PIB, con una reducción de 4,3 p.p. respecto al registro de 2002. A partir de la evolución del comercio exterior se espera que el saldo de la balanza comercial se reduzca leve en 2004, especialmente medido en términos del PIB. A continuación, se realiza un análisis detallado de los componentes de la balanza comercial de mercancías (ver Gráfico V.3).

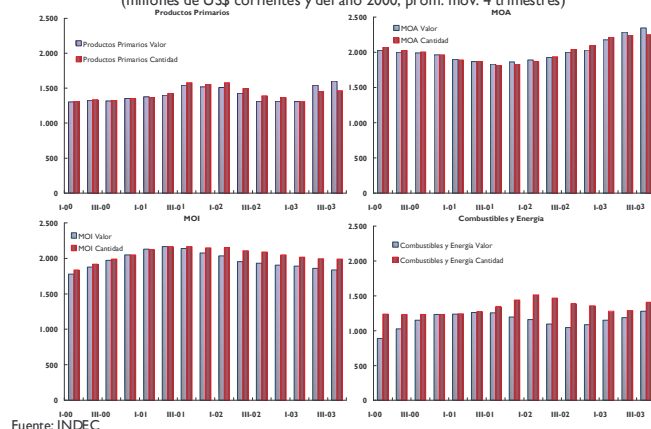
Exportaciones

Las exportaciones continuaron evolucionando favorablemente, aunque a un ritmo menor al registrado en el primer semestre del año. El incremento sigue influido por una notoria mejora en los precios de exportación de los Productos Primarios (PP) y las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA). Con respecto a las cantidades, se observa cierto crecimiento en PP y MOA, en tanto que las cantidades exportadas de Combustibles y Energía (CyE) exhibieron una reducción y las de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) se mantienen sin variación respecto a 2002. En el Gráfico V.4 se puede observar la evolución de las exportaciones por grandes rubros a precios corrientes y constantes, lo que permite analizar cómo variaron las cantidades y los valores de los rubros considerados. Adicionalmente, se seleccionó la escala de forma tal de exhibir gráficamente la importancia relativa de cada uno de los rubros en las exportaciones totales (ver Gráfico V.4)

El comportamiento de las exportaciones es especialmente notable en los rubros de PP y MOA. Estos crecen impulsados principalmente por el desempeño del complejo sojero que combinó un nivel de cosecha récord correspondiente a la campaña agrícola 2002/2003 con mayores precios internacionales. La soja y sus derivados fueron determinantes en la evolución de las exportaciones explicando 60% del crecimiento total durante el año. De esta forma, los productos agropecuarios alcanzaron una participación elevada de 56% sobre el total de exportaciones.

Para 2004 se espera que continúe el impulso de los productos agrícolas a partir de una serie de factores que impactarían

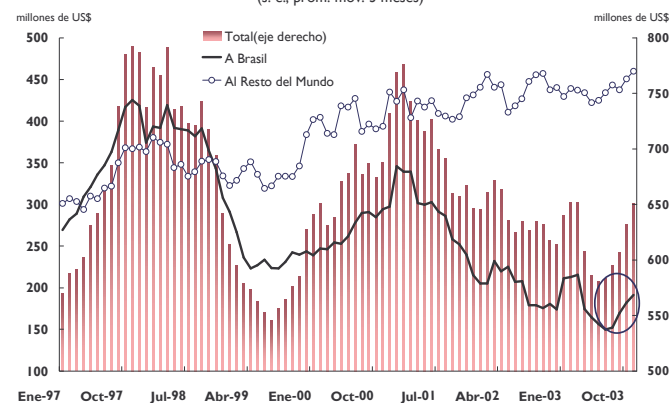
Gráfico V.4
Evolución de las Exportaciones por Grandes Rubros. Precios y Cantidades
(millones de US\$ corrientes y del año 2000, prom. mov. 4 trimestres)



Fuente: INDEC



Gráfico V.5
Exportación de Manufacturas de Origen Industrial
(s. e., prom. mov. 3 meses)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Cuadro V.2
Evolución de las Exportaciones y la Balanza Comercial. Destinos Seleccionados
(millones de US\$)

País	2002 Ene-Nov	2003 Ene-Nov	Variación Porcentual	Variación absoluta
Exportaciones Totales				
Total	23.717	26.966	13,7	3.249
China	1.138	2.448	115,1	1.310
Brasil	4.466	4.214	-5,6	-252
Resto	18.113	20.304	12,1	2.191
Exportaciones MOI				
Total	7.040	6.981	-0,8	-59
China	152	175	15,1	23
Brasil	2.237	1.948	-12,9	-289
Resto	4.037	4.189	3,8	152
Balanza Comercial				
Total	14.142	13.577	-4,0	-565
China	810	1.651	103,8	841
Brasil	1.985	115	-94,2	-1870
Resto	11.347	11.811	4,1	464

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y SECEX

positivamente: el crecimiento sostenido de China, la fortaleza de la demanda mundial de materias primas y la reducción en la cosecha de soja de los EE.UU., primer exportador mundial de porotos de soja. Adicionalmente, la reciente detección de un caso del mal de “vaca loca” en los Estados Unidos podría provocar un incremento adicional en la demanda de soja y subproductos. En función de este contexto, se espera que los precios de los productos agropecuarios mantengan la tendencia alcista aunque podría registrarse una leve caída en la cosecha 2003/4 como consecuencia de la sequía que afectó a varias zonas de nuestro país.

Las exportaciones MOI, que se redujeron durante el primer semestre del año, revirtieron la trayectoria siguiendo el ciclo económico de Brasil, que es el mayor demandante de esta clase de productos (ver Gráfico V.5). De esta manera, en 2003 las exportaciones industriales estarían en línea con el valor registrado en 2002, aunque perdiendo participación en el total exportado. Sin embargo, la reducción de las exportaciones industriales a Brasil fue compensada por el incremento de la demanda proveniente de China e India entre otros (ver Cuadro V.2). Durante 2004 las MOI serían impulsadas por una mayor demanda de la economía brasileña que estaría entrando en la fase expansiva del ciclo. Asimismo, el anuncio de ampliaciones de plantas por parte de varias empresas productoras de insumos industriales permitiría incrementar la oferta exportadora de *commodities* industriales. Por otro lado, la firma de un número cada vez mayor de convenios comerciales bilaterales esta permitiendo la apertura de nuevos mercados para las MOI. Entre los procesos de negociaciones que se están llevando con diversos países en forma paralela se pueden destacar: México, Sudáfrica, Chile, India y China.

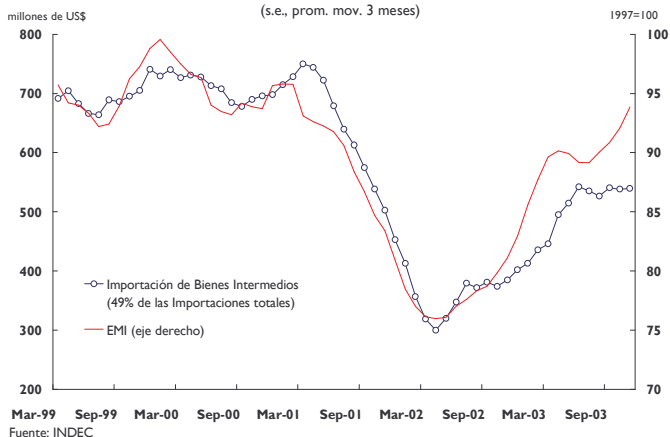
Con respecto a los destinos de exportación se destaca el crecimiento de China (que más que duplicó sus compras al país), India, Corea y los países miembros de ASEAN (Malasia, Tailandia, Indonesia, etc). De hecho se observa una mayor diversificación de los destinos, fenómeno que permite reducir el impacto sobre las exportaciones que podría traer una desaceleración abrupta en alguno de nuestros socios comerciales más importantes. En 2004 se espera un nuevo incremento de magnitud en los envíos a China y un aumento de las ventas a Brasil. Por otra parte las buenas perspectivas de crecimiento de las tres economías más importantes del mundo, EE.UU, la Unión Europea y Japón, deberían contribuir al desempeño exportador local.

Importaciones

Las importaciones, por su parte, aceleraron su crecimiento y en 2003 registran un incremento estimado de 50%. La expansión de las importaciones fue liderada por las compras de Bienes Intermedios que mostraron una fuerte correlación con el comportamiento de la industria durante todo el proceso de recuperación de la actividad económica. Esas importaciones fueron las menos afectadas durante la crisis por ser bienes menos sustituibles. Actualmente representan un 50% de las importaciones totales, una participación ampliamente superior a la que tuvieron durante la década del '90, cuando explicaban aproximadamente un tercio del total. (ver Gráfico V.6)

Las importaciones de Bienes de Capital y sus Piezas y Accesorios siguen exhibiendo un fuerte crecimiento, aunque partiendo de niveles muy deprimidos, por lo que aún resultan 40% inferiores a las registradas durante 2001. Tal comportamiento dio lugar a una significativa pérdida en la participación del Equipo Durable

Gráfico V.6
Importación de Bienes Intermedios y Actividad Industrial
(s.e., prom. mov. 3 meses)



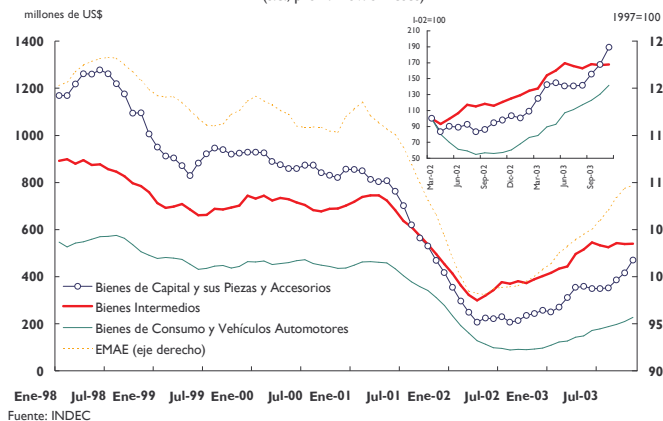
Fuente: INDEC



Importado respecto al de Equipo Durable Nacional en la IBIF. Asimismo, el crecimiento en las importaciones de Bienes de Capital está fuertemente asociado a la normalización del mercado cambiario y la reinserción de algunas empresas en los mercados financieros internacionales. En efecto, la eliminación de restricciones al flujo de divisas junto con mayores facilidades de acceso a los mercados voluntarios de deuda potencian las perspectivas para este año de las inversiones en bienes de capital, que requieren plazos más largos de financiación.

Por otra parte, se observó una paulatina aceleración de las importaciones de Bienes de Consumo a partir de la recuperación de la masa salarial y la mayor certidumbre sobre los ingresos futuros de las familias. En 2003, la importación de esta clase de bienes aumentó a igual ritmo que las importaciones totales, aunque el crecimiento se hizo más pronunciado en el último trimestre. Asimismo, se registró una creciente participación de los bienes de consumo durable (incluyendo a los vehículos automotores) y semi-durable en la composición de las importaciones de bienes de consumo. En el caso de los vehículos automotores, las importaciones prácticamente se triplicaron a lo largo de 2003 en relación al año anterior. Las importaciones de bienes de consumo son las que resultaron más fácilmente sustituibles a raíz del cambio de precios relativos. Tal comportamiento explica que las mismas se ubicaran durante 2003 un 60% por debajo de las registradas durante 2001 a pesar del fuerte crecimiento exhibido durante este año. Para 2004, se espera que se sostenga la tendencia de crecimiento observada durante el segundo semestre, fuertemente ligada a la evolución del consumo interno, pudiendo derivarse en una reversión paulatina y parcial del proceso de sustitución de importaciones operado en este segmento (ver Gráfico V.8).

Gráfico V.7
Evolución de las Importaciones por Uso Económico
(s.e., prom. mov. 3 meses)



Con respecto a los orígenes, se observó un fuerte crecimiento en la participación de las importaciones provenientes desde el MERCOSUR que lideradas por Brasil alcanzaron 38% de las importaciones totales. El bloque, excluyendo la Argentina, atravesó durante 2003 un período recesivo que generó un aumento de los saldos exportables en dichos países. Esta suba en la participación se dio en detrimento de las importaciones provenientes de la U.E. y el NAFTA aunque el crecimiento de las compras al resto del mundo fue difundido entre todos los orígenes, particularmente en los casos de Corea (cuyas exportaciones a la Argentina se triplicaron en comparación a 2002) y de China, que se duplicaron en el transcurso de 2003.

Balanza de Servicios

Durante 2003, la balanza de servicios se mantuvo relativamente estable, con sendos incrementos en las exportaciones e importaciones de servicios. De todos modos, a partir del cambio en los precios relativos, este componente perdió importancia dentro de la Cuenta Corriente y de hecho, durante 2003, el saldo de la balanza comercial resultaría aproximadamente diez veces el saldo de la balanza de servicios en valores absolutos.

V.3. Cuenta Capital y Financiera

La contracara de la reducción del superávit en Cuenta Corriente la constituye la reducción del déficit en la Cuenta Capital y Financiera. Este fenómeno tiene origen en la recuperación que exhibe la

Cuadro V.3
Estimación del Balance de Pagos, Cuenta Capital y Financiera
(millones de US\$)

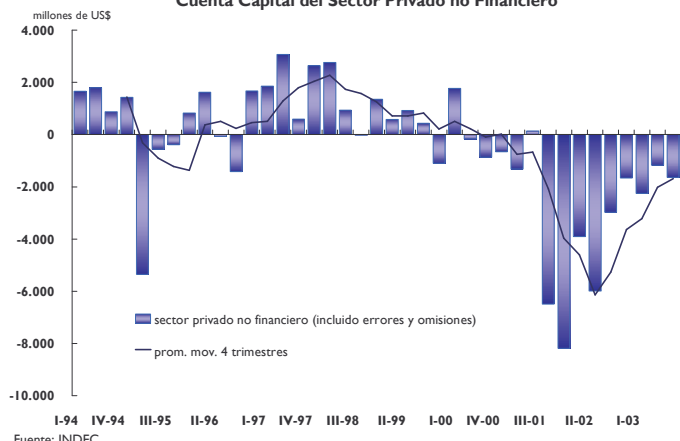
	I-02	II-02	III-02	IV-02	I-03	II-03	III-03
Cuenta capital y financiera	-3.487	-5.676	-2.630	-870	-1.732	-1.055	106
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	-10,7	-22,0	-11,4	-3,6	-6,7	-3,0	0,3
Cuenta capital y financiera "base caja"	-4.621	-6.865	-3.372	-2.034	-2.877	-2.230	-736
Cuenta capital	3	17	19	0	2	1	36
Activos no financieros no producidos	3	17	19	0	2	1	36
Cuenta financiera	-3.490	-5.693	-2.648	-870	-1.734	-1.055	70
Sector Bancario	-1.128	32	-893	-581	-427	-960	-466
BCRA	-969	-523	-184	-132	-94	-213	-40
Otras entidades financieras	-159	555	-709	-449	-333	-748	-427
Sector Público no Financiero	1.454	-50	801	784	672	900	1.845
Gobierno Nacional	1.434	-21	780	809	655	899	1.814
Gobiernos Locales	78	60	74	78	87	83	90
Empresas y otros	-58	-89	-52	-103	-70	-83	-59
Sector Privado No Financiero	-3.817	-5.675	-2.557	-1.073	-1.979	-994	-1.308
Errores y Omisiones Netos	-93	-311	-419	-588	-276	-182	-330
Variación de Reservas Internacionales	-2.187	-3.128	-215	1.014	70	1.651	1.236

Fuente: INDEC



Gráfico V.8

Cuenta Capital del Sector Privado no Financiero



economía argentina, en la mejora de la confianza y en los bajos rendimientos que ofrecen los activos en el resto del mundo, entre otros factores. En particular, durante el tercer trimestre se registró por primera vez en dos años un ingreso neto en la Cuenta Capital y Financiera. Este resultado se dio por una reducción de la salida de capitales del sector privado no financiero, lo que habla de una paulatina normalización luego de la crisis económica de diciembre de 2001 que tuvo un impacto notable sobre la Cuenta Capital y Financiera (ver Gráfico V.8). La salida de capitales del sector privado no financiero tiene principalmente como contrapartida la formación neta de activos en el exterior, la cual fue sensiblemente inferior a la registrada durante 2002. Adicionalmente, se registraron cancelaciones netas de pasivos asociadas a los procesos de renegociación por parte del sector privado y reflejan el avance en el estado de las negociaciones y en algunos casos, el comienzo del pago de las nuevas deudas reestructuradas. Por otra parte, en la medida que se terminen de reestructurar la deuda del sector privado, el repago de las deudas renegociadas incrementaría en el mediano plazo el rojo en la Cuenta Financiera en función de las características de la nueva deuda. (ver Cuadro V.3)

Por otro lado, el sector público no financiero (incluyendo el BCRA) registró en el tercer trimestre un superávit devengado en Cuenta Financiera sensiblemente superior al registrado en el igual trimestre de 2002. Este resultado se explica principalmente por el financiamiento involuntario producto del *default* y por los ingresos netos provenientes de organismos internacionales.

V.4 Reservas

Como consecuencia de la dinámica descripta, las Reservas Internacionales del Banco Central registraron en el año un incremento de aproximadamente US\$3.650 millones (2,8% del PIB). En términos generales, la principal fuente de la acumulación de reservas fue el excedente de la Cuenta Corriente toda vez que la reducción de la salida de capitales del sector privado permitió canalizar el superávit directamente a la acumulación de reservas en lugar de destinarse a la cobertura del déficit en la Cuenta Financiera (tal como ocurriera durante 2002 y el primer trimestre de 2003).

V.5 Balance Cambiario⁴

En consonancia con el comportamiento exhibido en el Balance de Pagos, el resultado del Balance Cambiario estuvo fundamentalmente determinado por la evolución del balance comercial por mercancías. En efecto, en el cuarto trimestre del año, la cuenta corriente del Balance Cambiario exhibió un superávit de US\$1.615 millones a partir de un superávit en el balance comercial por mercancías de US\$2.619 millones, que fue parcialmente compensado por un déficit de la cuenta de capital y financiera por US\$901 millones. De esta manera, las Reservas Internacionales del Banco Central se incrementaron en US\$714 millones en este período (ver Cuadro V.4).

Cuadro V.4

Estimación del Balance Cambiario

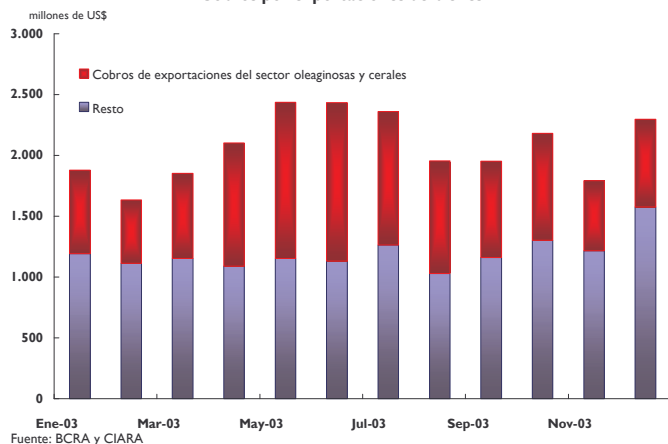
Concepto	I Trim 03	II Trim 03	III Trim 03	Oct-03	Nov-03	Dic-03	IV Trim 03
Cuenta Corriente cambiaria	2.083	2.731	1.976	677	433	504	1.615
Balance transferencias por mercancías	3.001	4.063	2.912	1.047	698	874	2.619
Cobros por exportaciones de bienes	5.365	6.974	6.269	2.182	1.792	2.298	6.272
Pagos por importaciones de bienes	2.363	2.911	3.357	1.135	1.094	1.424	3.654
Servicios	-22	-129	-110	-35	-23	-16	-74
Rentas	-941	-1.264	-888	-351	-259	-378	-988
Intereses	-828	-1.007	-593	-290	-212	-281	-783
Utilidades y Dividendos y otras rentas	-113	-257	-295	-61	-47	-97	-205
Otras transferencias corrientes	44	61	62	16	18	25	59
Cuenta capital y financiera cambiaria	-2.007	-1.071	-739	-1.181	148	132	-901
Inversión directa de no residentes	118	277	149	64	56	146	265
Inversión de portafolio de no residentes	71	233	58	28	28	90	145
Préstamos financieros	-61	-229	-632	-149	81	-176	-244
Préstamos del Fondo Monetario Internacional	176	66	14	-92	-153	-31	-276
Préstamos de otros Organismos Internacionales	-857	-286	715	-610	382	112	-116
Formación de activos externos del sector privado no financiero	-1.218	-1.006	-1.195	-234	-127	-42	-403
Otras operaciones del sector público (neto)	-314	59	157	-91	-18	-44	-153
Otras operaciones del sector público (neto)	-31	-159	-1	-4	0	-13	-17
Otros movimientos netos	109	-25	-5	-93	-100	91	-102
Variación de Reservas Internacionales	76	1.660	1.237	-504	581	637	714

Fuente: BCRA

⁴ El Balance Cambiario estima las operaciones cursadas en moneda extranjera en el conjunto de entidades autorizadas a operar en cambios y en el BCRA. Comprende las operaciones realizadas en el mercado de cambios con clientes, las propias de las entidades y los cobros y pagos en moneda extranjera registrados directamente en el BCRA. Adicionalmente, el Balance Cambiario registra únicamente las operaciones efectivamente cursadas por el mercado de cambios y en el momento en que son cursadas (base caja), mientras que el Balance de Pagos incluye además estimaciones de las transacciones de bienes y activos financieros que no se cursan por el mercado cambiario, y los devengamientos de rentas (base devengado). (Para mayores precisiones ver documento "Principales Diferencias entre el Balance de Pagos y el Balance Cambiario" en <http://www.bcr.gov.ar/pdfs/estadistica/diferencias.pdf>)



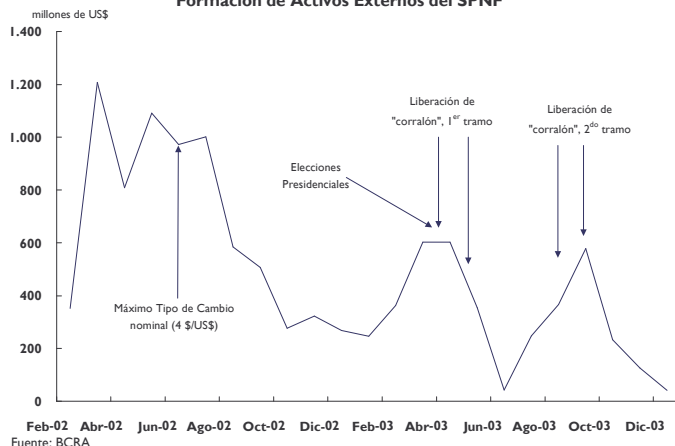
Gráfico V.9
Cobros por exportaciones de bienes



El superávit de las transacciones cambiarias por mercancías constituyó la fuente básica del flujo de divisas al país. La evolución mensual de los cobros por exportaciones de bienes estuvo en gran medida determinada por las liquidaciones de los exportadores de oleaginosas y cereales (ver Gráfico V.9). De esta manera, la dinámica del Balance Cambiario tiene como correlato la estacionalidad propia de esta actividad, con un pico en el segundo trimestre del año. Asimismo, tal como se comenta en el análisis del Balance de Pagos, los pagos por importaciones de bienes continuaron exhibiendo una trayectoria creciente acompañando el incremento del nivel de actividad. Para el año 2004 se espera que el superávit en el balance por transferencias de mercancías continúe en niveles elevados, similares o levemente inferiores a los observados en 2003, en línea con las estimaciones de comercio exterior.

Los principales usos de esos fondos tuvieron como destinos principales la formación neta de activos externos del Sector Privado no Financiero, los pagos netos de rentas (explicado en gran parte por pagos de intereses a Organismos Internacionales) y el aumento de Reservas Internacionales del BCRA.

Gráfico V.10
Formación de Activos Externos del SPNF



Por otra parte, en forma paralela a la reciente reactivación que está mostrando el crédito bancario interno, en el último tramo del año se registró un incremento significativo (respecto de los bajos niveles de los meses anteriores) en los ingresos por préstamos financieros del exterior, que alcanzaron en noviembre y diciembre los máximos niveles registrados en el año.

En un contexto de bajas tasas de interés internas y aumento de depósitos en el sistema financiero local, la formación de activos externos privados mostró una clara tendencia decreciente en relación al período de alta incertidumbre cambiaria de 2002, a excepción de los picos observados en los meses de liberación de fondos del "corralón" y en el mes de abril, cuando se llevaron a cabo las elecciones presidenciales (ver Gráfico V.10). Se espera que esta tendencia decreciente en la formación de activos externos privados continúe y se profundice en 2004.



VI. FINANZAS PÚBLICAS

VI.1 Síntesis

Cuadro VI.1
Presupuesto 2004 del Sector Público Nacional no Financiero

Concepto	millones de \$	% del PIB
Recursos Totales	86.493	20,8
Tributarios/1	79.417	19,1
Gasto Primario/1	76.489	18,4
Intereses	6.765	1,6
Gasto Total	83.254	20,0
Resultado Primario	10.004	2,4
Resultado Financiero	3.240	0,8
PIB nominal	416.865	

/1 Incluye coparticipación de impuestos a provincias
Fuente: Secretaría de Hacienda

El Presupuesto del Gobierno Nacional para 2004 estima un superávit primario y una recaudación tributaria de 2,4% y 19,1% del PIB, respectivamente. Dadas las proyecciones de crecimiento más moderadas que las prevalecientes actualmente, y considerando el buen desempeño económico del cuarto trimestre de 2003, se espera que la recaudación fiscal sea mejor a la prevista en el Presupuesto (ver Cuadros VI.1 y VI.2).

En términos generales, el año 2003 fue ampliamente positivo desde el punto de vista fiscal. Las cuentas del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) concluyeron el año superando las metas acordadas con el FMI que contemplaban un superávit primario de 2,1% del PIB y se realizó un progreso importante en el cumplimiento de las metas estructurales. En el mismo sentido evolucionaron las finanzas provinciales.

El buen desempeño fiscal, junto con la continuidad del cumplimiento del programa de financiamiento con las instituciones financieras internacionales (IFI) determinó que el Gobierno fuera un factor de contracción de la Base Monetaria Amplia (BMA) en 2003. Sin embargo, la asistencia del BCRA mediante Adelantos Transitorios implicó que la contracción debida al Sector Público sea menor a la estimada en la revisión de junio del Programa Monetario 2003. En este sentido, la continuidad del financiamiento de las IFI, tal cual está previsto, será esencial para evitar que el BCRA deba continuar asistiendo financieramente al Tesoro Nacional (ver Apartado 2).

El proceso de reestructuración de la deuda pública modificará las necesidades financieras del Gobierno y estas modificaciones serán tenidas en cuenta para la implementación de la política monetaria. De todas formas, se espera que las operaciones del Sector Público no sean un factor de expansión de la base monetaria durante 2004.

Cuadro VI.2
Presupuesto 2004 - Proyecciones Macroeconómicas
(var. % anual real)

PIB	4,0
Consumo	4,5
Inversión	10,7
Exportaciones	5,3
Importaciones	15,7
Inflación	10,5
Tipo de Cambio*	2,84

* Promedio anual \$/US\$
Fuente: Secretaría de Hacienda



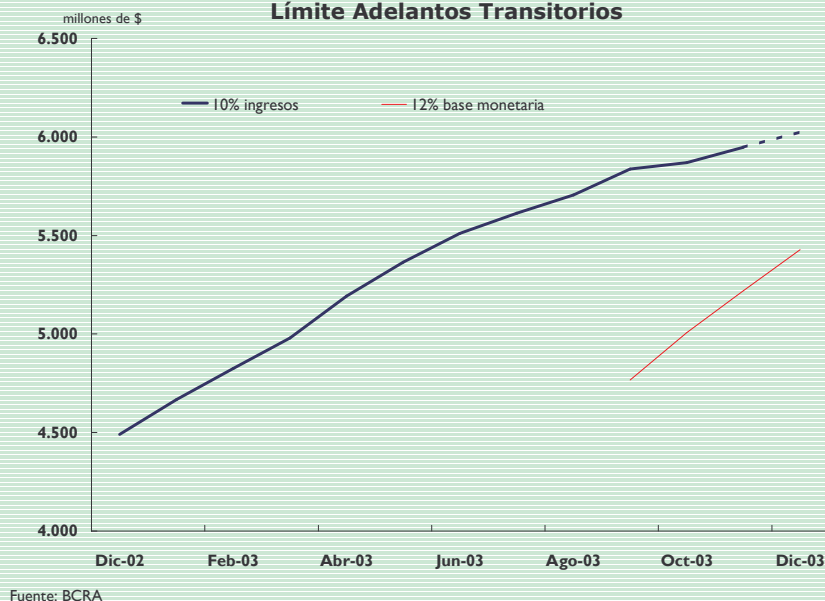
Apartado 2. Adelantos Transitorios al Tesoro Nacional y el Nuevo Artículo 20 de la Carta Orgánica

La Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina (BCRA) en su artículo 20 contempla la posibilidad de asistir financieramente al Gobierno Nacional mediante Adelantos Transitorios (AT). Estos Adelantos son créditos de corto plazo que otorga el BCRA a la Tesorería General de la Nación (TGN) para atender necesidades puntuales de financiamiento. Vencen a los doce meses y no devengan interés. Si algún Adelanto quedase impago, después de vencido el plazo de doce meses no se podrán otorgar nuevos créditos hasta que los montos hayan sido reintegrados.

La facultad de otorgar Adelantos Transitorios fue nuevamente incorporada a la Carta Orgánica del BCRA en enero de 2002⁵ con las modificaciones introducidas a la Ley de Convertibilidad. La nueva normativa también fijó un límite para el uso de esta facultad que establecía que en ningún momento los Adelantos Transitorios podrían superar el 10% de los ingresos en efectivo del Gobierno Nacional obtenidos en los últimos doce meses. En particular para el cálculo de ese límite se tomaban en cuenta los ingresos totales en base caja del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF), descontados los fondos correspondientes a las provincias por la Coparticipación Federal de Impuestos y los recursos de capital.

En agosto de 2003 se introdujeron nuevas modificaciones a la Carta Orgánica⁶ y se cambió la metodología para determinar el límite de Adelantos Transitorios. Así, el límite actual se fijó en 12% de la base monetaria definida como la circulación monetaria más los depósitos a la vista de las entidades financieras en el BCRA. Adicionalmente, también se facultó al Banco Central para otorgar Adelantos hasta 10% de los recursos en efectivo del Gobierno Nacional en los últimos doce meses, en tanto y en cuanto se destinasen al pago de obligaciones con las instituciones financieras internacionales (IFI), es decir, adelantos sin impacto monetario ya que involucran la transferencia de divisas y no nueva emisión de pesos.

Gráfico 1
Límite Adelantos Transitorios



Con esta modificación a la carta orgánica se atendieron dos objetivos. Por un lado, se mantuvo restringida la expansión monetaria originada por el sector público, pero acotándola (ver Gráfico 1) y asociándola a una variable monetaria de control del BCRA (el 12% de la base monetaria). Por otra parte, se introdujo una mayor flexibilidad para otorgar asistencia financiera al Gobierno para afrontar necesidades transitorias de financiamiento originadas por compromisos con las IFI. Nótese que el Gobierno podría, eventualmente, acceder a un monto de Adelantos Transitorios por la suma de ambos límites en la medida en que sean utilizados para atender los servicios con las IFI, es decir, que no genere impacto monetario directo. Al 7 de enero de 2004, el límite de Adelantos Transitorios se ubicó en \$11.436 millones, de

⁵ Artículo N°8, Ley N° 25.562

⁶ Artículo N°15, Ley N°25.780



los cuales \$5.488 millones corresponden al 12% de la base monetaria y \$5.948 millones que se originan en el 10% de los ingresos del Gobierno Nacional.

Los Adelantos Transitorios durante 2003 se constituyeron en una importante fuente de financiamiento para el Gobierno Nacional y fueron utilizados en su totalidad para afrontar compromisos con los organismos multilaterales de crédito ya que se observaron demoras en el programa de financiamiento con las IFI, especialmente con el Banco Mundial. Los pagos netos totales a organismos durante 2003 alcanzaron \$7.712 millones (US\$2.604 millones) incluyendo los pagos correspondientes al BCRA, mientras que los Adelantos Transitorios netos sumaron durante el año 2003 \$6.669 millones (\$1.043 millones más bajos que los pagos netos totales con las IFI).

Gráfico 2
Pagos netos a IFI

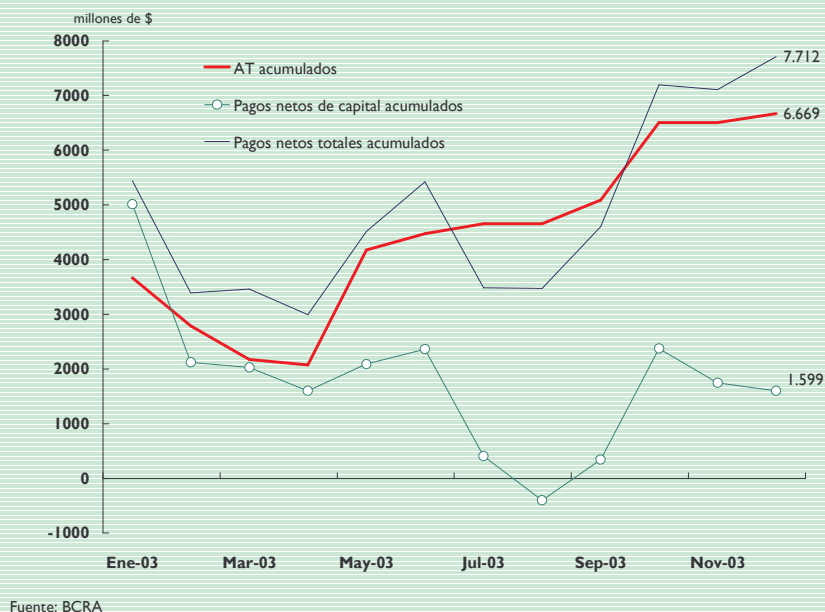




Gráfico VI.1

Resultado Primario Sector Público Nacional no Financiero
(deflactado por IPC base 1999)

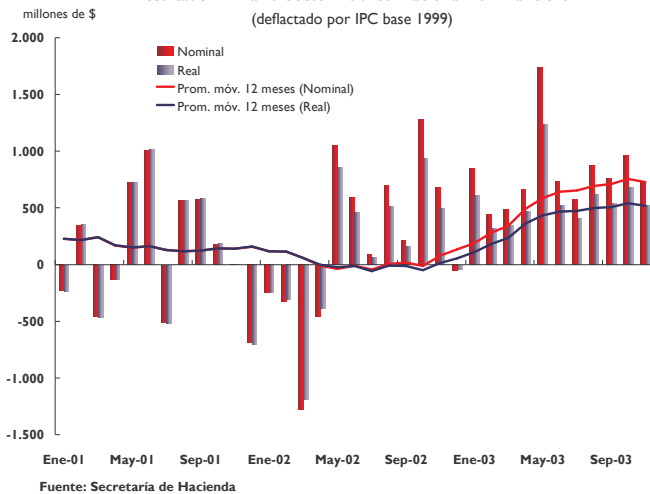
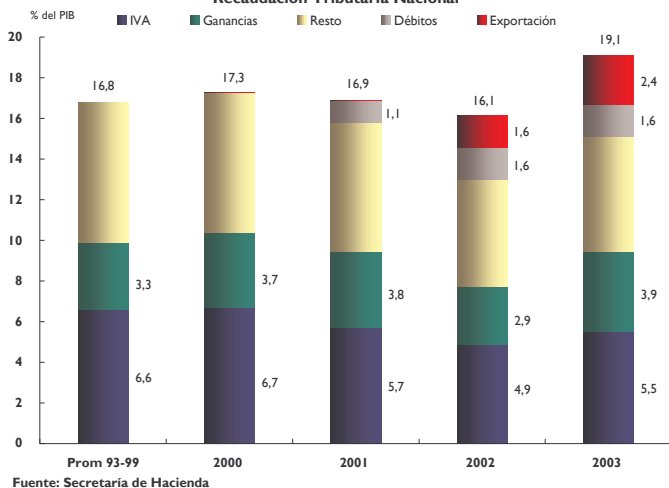


Gráfico VI.2

Recaudación Tributaria Nacional



Cuadro VI.3
Sector Público Nacional no Financiero
(en millones de \$)

	Ene-Nov		Diferencia	
	2002	2003	Abs.	%
Ingresos	49.793	69.483	19.690	39,5
-Tributarios	35.995	54.336	18.341	51,0
-Seguridad Social	8.902	10.692	1.790	20,1
-No tributarios	4.895	4.454	-441	-9,0
Gastos	54.009	67.120	13.111	24,3
-Salarios	6.028	7.843	1.816	30,1
-Bs. y servicios	1.839	2.405	567	30,8
-Intereses	6.528	6.494	-34	-0,5
-Jubilaciones y pensiones	14.943	16.870	1.927	12,9
-Transferencias al sector privado	7.717	10.026	2.309	29,9
-Transferencias a provincias	15.063	20.350	5.287	35,1
Coparticipación	9.657	15.317	5.660	58,6
-Universidades	1.381	1.701	321	23,2
-Otros gastos	511	1.430	920	180,1
Gasto Primario	47.481	60.626	13.145	27,7
% del PIB	16,6	17,5		
Resultado Primario	2.312	8.857	6.545	-283,1
% del PIB	0,8	2,6		
Resultado Financiero	-4.216	2.363	6.579	156
% del PIB	1,5	0,7		

Fuente: Secretaría de Hacienda

VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

De acuerdo a las pautas incluidas en el Presupuesto 2004, las perspectivas fiscales del Gobierno para el año continúan siendo positivas. Los ingresos tributarios seguirían creciendo, aunque a menor ritmo que en 2003, en tanto que el gasto primario estaría mayormente dirigido a cubrir el denominado “gasto prioritario” (asistencia social, investigación, inversión en infraestructura), aunque limitado de modo de asegurar el resultado primario acordado con el FMI en septiembre de 2003, equivalente al 2,4% del PIB.

El gasto primario aumentaría 12% con respecto al presupuesto anterior, y los rubros de mayor crecimiento serían los correspondientes a Inversión y Transferencias a Provincias, estas últimas vinculadas al esquema de Coparticipación Federal de Impuestos. Cabe señalar que según se determinó en el acuerdo con el FMI, para agosto de este año se debería tener aprobado un nuevo régimen de Coparticipación que buscaría generar incentivos para una mayor disciplina fiscal de las provincias y un mayor compromiso con la recaudación de impuestos.

Finalmente, las previsiones presupuestarias contemplan todos los servicios de la deuda en situación regular sin incluir pagos resultantes de la posible reestructuración de la deuda en situación irregular.

En el último trimestre del año 2003 continuó la consolidación de la recaudación tributaria nacional, acompañando la recuperación en la actividad. Los ingresos por IVA y Ganancias mostraron resultados históricamente altos, que superaron todas las expectativas. De esta forma, los recursos tributarios alcanzaron 19,1% del PIB, marcando un crecimiento sin precedentes en términos interanuales (i.a.) de 43%.

A lo largo de 2003, el buen desempeño de la recaudación tributaria fue impulsada prioritariamente por los ingresos por IVA y Ganancias que representaron aproximadamente 50% del total, aunque en el caso de IVA la recaudación medida como porcentaje del PIB está lejos de los máximos históricos. Asimismo, los Derechos de Exportación aportaron 12,7% del total y el Impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios representó 8,2% del total. Estos tributos fueron importantes para el financiamiento del Gobierno, más teniendo en cuenta que el primero no se coparticipa y el segundo sólo se distribuye en un 30% entre los distritos provinciales (ver Gráfico VI.2).

La recaudación total fue la más importante de la última década medida en términos de producto. La situación se debe en mayor parte a la aplicación de nuevos impuestos como Débitos y Créditos y el aumento en las alícuotas de Derechos de Exportación. Sin los recursos generados por estos dos tributos, la recaudación continuaría en niveles relativamente bajos, aunque superiores a los observados en 2002.

Paralelamente, el gasto público se mantuvo dentro de los límites previstos por el Presupuesto 2003 y se observó un aumento en torno a 1% del PIB respecto al año anterior. Los rubros de mayor crecimiento fueron las Transferencias a Provincias, principalmente



las automáticas asociadas al esquema de Coparticipación Federal de Impuestos (ver Cuadro VI.3 y Gráfico VI.3).

Las transferencias al sector privado presentaron un notable incremento en el año, superior al 30%, explicada fundamentalmente por los recursos destinados al Plan Jefas y Jefes de Hogar que tuvo un impacto pleno en 2003.

En el último trimestre del año se decidieron incrementos de gasto de carácter permanente, como por ejemplo, el aumento en las jubilaciones mínimas. En este sentido, la reforma al sistema previsional, podría generar un impacto importante sobre las cuentas fiscales en un mediano plazo, toda vez que los cambios que se realicen habiliten el traspaso de afiliados del sistema de capitalización al de reparto.

También se produjeron una serie de aumentos transitorios que respondieron a diferentes situaciones, todas sustentadas en la mejor recaudación impositiva respecto a las estimaciones del Gobierno. En particular, se otorgó un pago adicional por única vez a los beneficiarios del plan Jefas y Jefes de Hogar en concepto de aguinaldo y se adelantó el calendario de pago de sueldos y aguinaldos de empleados públicos y jubilados que habitualmente se abonan en enero. Estos mayores gastos realizados en 2003 le permitirán al Gobierno comenzar 2004 con mayor margen para el cumplimiento de las metas con el FMI del primer trimestre.

Hasta noviembre el superávit primario nacional fue de aproximadamente 2,6% del PIB, superando la meta acordada con el FMI en septiembre de 2003 por 0,5 puntos porcentuales (p.p.) Sin embargo, en diciembre las cuentas públicas habrían registrado un leve déficit primario, reduciendo el sobrecumplimiento acumulado hasta noviembre, en mayor parte debido al adelanto de gastos comentado antes, pero el resultado del año no se alejaría de la meta (ver Cuadro VI.4).

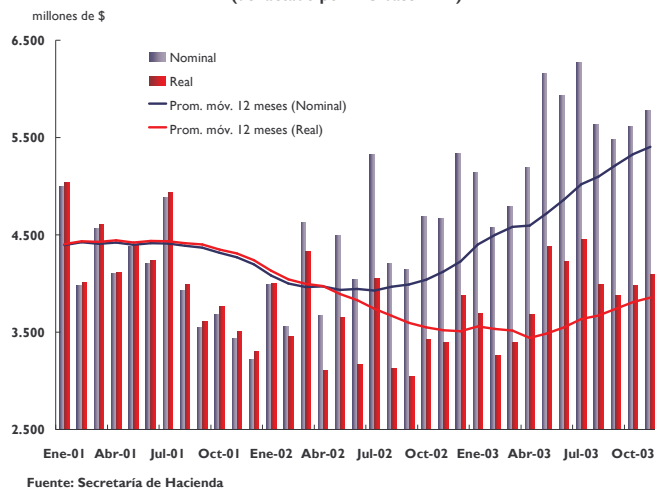
El superávit logrado en 2003 resultó suficiente para que el Gobierno cubra todos los compromisos por intereses de la deuda en situación regular que sumaron, aproximadamente, \$6.900 millones en el año. Este contexto, junto con la continuidad del programa de financiamiento con las IFI, posibilitó que el Sector Público no sea un factor de expansión monetaria. En efecto, durante 2003 las operaciones del gobierno generaron una contracción de la base monetaria de \$1.552 millones.

Asimismo, cabe destacar que el uso de Adelantos Transitorios otorgados por el BCRA se constituyó en una herramienta clave para cubrir los descalces entre vencimientos y desembolsos con las IFI (ver Apartado 2).

Como forma de continuar la recuperación de la recaudación, el Gobierno logró llevar adelante una serie de modificaciones legislativas incluidas en el denominado “plan antievasión”, aprobado en su totalidad durante 2003. Entre las principales medidas se encuentran:

- § Modificación a la definición de la base imponible del Impuesto a las Ganancias para operaciones de comercio exterior
- § Definición del tribunal federal para delitos impositivos

Gráfico VI.3
Gasto Primario Sector Público Nacional no Financiero
(deflactado por IPC base 1999)



Fuente: Secretaría de Hacienda

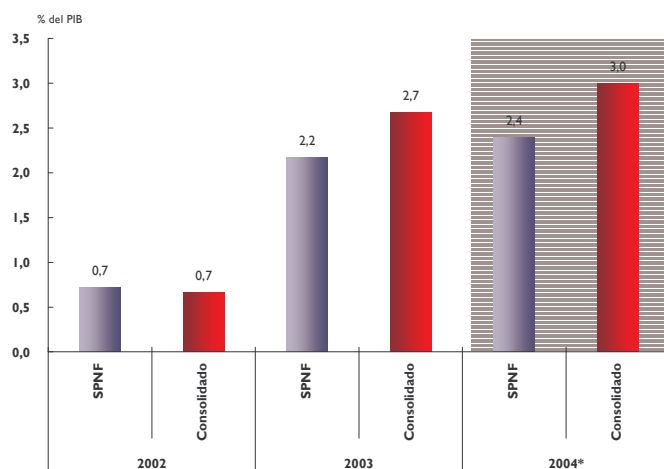
Cuadro VI.4
Comparación Resultados Respecto de Metas Acuerdo FMI 2003
(en millones de \$)

	Junio	Octubre	Diciembre
Resultado Financiero Acumulado	1.423	2.305	1.778*
Meta FMI Acumulada	-2.198	600	350
Sobrecumplimiento Meta FMI	3.621	1.705	1.428
Superávit Primario Acumulado	4.930	8.118	8.657*
Meta FMI Acumulada	4.500	6.940	7.790
Sobrecumplimiento Meta FMI	430	1.178	867

*Estimado BCRA

Fuente: Secretaría de Hacienda

Gráfico VI.4
Resultado Primario Nación y Consolidado

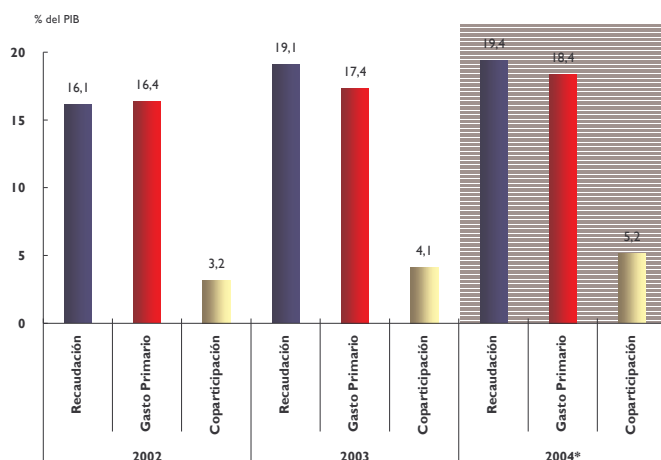


* Presupuesto 2004

Fuente: Secretaría de Hacienda



Gráfico VI.5
Indicadores Fiscales Nacionales



* Estimado Presupuesto 2004
Fuente: Secretaría de Hacienda

Cuadro VI.5
Deuda Elegible y Deuda a Reestructurar
(en millones de US\$)

Deuda a reestructurar	Capital (VR y atrasos de capital)	PDI	Total	Como % del total
Deuda elegible	81,2	18,2	99,4	53,7
Bilaterales	4,9	0,4	5,3	2,9
Bancos comerciales	1,6	0,1	1,7	0,9
Otros acreedores	0,3	0,0	0,3	0,2
Subtotal	88,0	18,7	106,7	57,6
Deuda excluida				
PGN	14,6		14,6	7,9
Bono provincial garantizado	10,0		10,0	5,4
BODENS	20,6		20,6	11,1
Organismos Internacionales	30,8		30,8	16,6
Otros	2,5		2,5	1,3
Subtotal	78,5	0,0	78,5	42,4
TOTAL	166,5	18,7	185,2	100,0

Fuente: Secretaría de Finanzas; Reunión de los Grupos de Trabajo Consultivos, octubre 2003

Cuadro VI.6
Principales Características de los Nuevos Bonos

Tipo de bono	Quita (*)	Tasa		Vida promedio
		Tipo	Rango	
Bono de descuento	75	incremental	1-5%	8-32 años
Bono a la par	0	fija	0,5-1,5%	20-42 años
Bono cuasipar	30	fija	1-2%	20-42 años

(*) en función de una quita general del 75% nominal en la deuda elegible

Fuente: Secretaría de Finanzas; Reunión de los Grupos de Trabajo Consultivos, octubre 2003

§ Modificación al Régimen Penal Tributario mediante la incorporación de la figura de asociación ilícita para la comisión de delitos de evasión

§ Cambios en el Régimen de Pequeños Contribuyentes (monotributo)

Con estas medidas en práctica se espera mejorar la capacidad de fiscalización de la AFIP e incrementar la percepción del riesgo implícito en la evasión tributaria. Estas iniciativas habían sido incorporadas como metas cualitativas del acuerdo con el FMI.

La buena situación fiscal del Gobierno Nacional se vio en gran parte replicada en las provincias que en conjunto el año pasado recuperaron los niveles de recaudación previos a la crisis iniciada a fines de 2001. Ese hecho, unido a una cierta austeridad en el gasto, permitiría alcanzar un superávit primario anual de 0,5% del PIB. De esta forma, las cuentas consolidadas de la Nación y las Provincias obtendrían un resultado primario superior a la pauta de 2,5% del PIB acordada con el FMI (ver Gráfico VI.4).

Para este año se espera que la expansión económica sea superior a la estimada en el Presupuesto 2004 ya que el escenario macroeconómico resulta hoy más alentador que el previsto en septiembre cuando se presentó el proyecto al Congreso. Este factor permitiría generar un mayor nivel de recursos a los originalmente previstos, tanto en el ámbito nacional como provincial.

Este contexto, sumado a las modificaciones en los Impuestos Internos que están en tratamiento legislativo y a la plena vigencia del “plan antievasión”, podrían generar mayores ingresos fiscales dando lugar a la eliminación planeada de impuestos distorsivos que fueron implementados durante la crisis de 2001 y 2002. Tal es el caso del impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios. La eliminación de este tributo podría generar un mayor crecimiento en la intermediación financiera favoreciendo el desarrollo de la actividad crediticia, mejorando las condiciones para la expansión del consumo en bienes durables y la inversión privada.

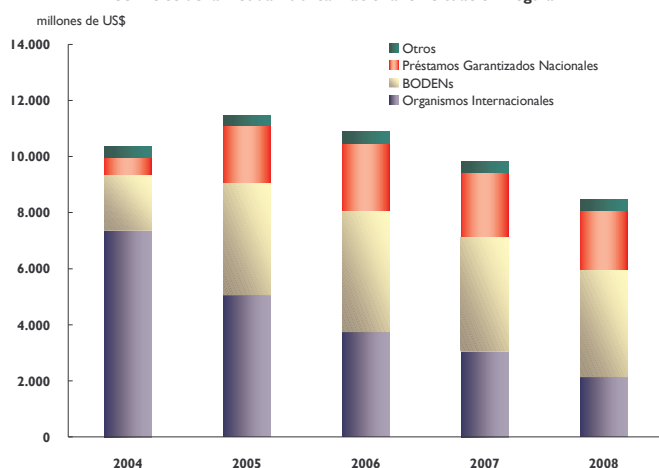
Se espera que el SPNF no sea factor de expansión de la BMA en 2004. Los compromisos de deuda en situación regular que deberá afrontar a lo largo del año, siguiendo la estimación del Presupuesto 2004, generarían una demanda neta de divisas de aproximadamente US\$1.500 millones. Esta demanda neta es, en mayor medida, la contrapartida de la contracción monetaria que generaría el Sector Público durante 2004.

Por otra parte, de acuerdo al cronograma para la reestructuración de la deuda pública nacional⁷ presentado por el Gobierno en Dubai, en octubre se realizaron reuniones con grupos de trabajo consultivos en Europa, Japón y Estados Unidos, donde se presentaron detalles adicionales sobre las condiciones de los nuevos instrumentos a emitir y canjear por los actuales títulos en *default* (ver Cuadros VI.5 y VI.6). Según lo indicado oportunamente por la Secretaría de Finanzas, se prevé para el primer semestre la presentación de una propuesta formal de reestructuración.

⁷ La publicación de la información oficial sobre el detalle del stock de deuda pública nacional al 30 de septiembre se encuentra retrasada y hasta la fecha de cierre estadístico de esta publicación sólo se disponía de los saldos a junio de 2003.



Gráfico VI.6
Servicios de la Deuda Pública Nacional en Situación Regular



Finalmente, los servicios de capital e intereses de la deuda al día totalizarían en 2004 aproximadamente US\$10.500 millones y una proporción importante está denominada en moneda extranjera. La demanda de divisas de la deuda al día es predecible (tal como fue descripto anteriormente), aunque no así el monto total de los pagos denominados en moneda extranjera asociados a la deuda reestructurada, ya que las condiciones finales de la reestructuración aún no han sido determinadas. En este marco, el seguimiento de los acontecimientos relacionados con la negociación de la deuda en *default* será realizado con atención por parte del BCRA y serán tenidos en cuenta para la implementación de la política monetaria. (ver Gráfico VI.6).

Fuente: Secretaría de Finanzas; Ejercicio de Sustentabilidad de la Deuda Argentina.





VII. POLÍTICA MONETARIA Y MERCADO DE ACTIVOS

VII.1 Síntesis

Durante el cuarto trimestre de 2003, la política monetaria se orientó a monetizar una economía que mostraba signos de aceleración en todos los indicadores de actividad económica sin presión sobre el nivel general de precios ni sobre las expectativas de inflación (ver Gráfico VII.1). Por lo tanto, la BMA se acercó a la banda superior del Programa Monetario hasta comienzos de diciembre, en donde la holgada situación de liquidez de los bancos permitió financiar el aumento estacional de la demanda de dinero sin necesidad de incrementar la BMA más allá del punto medio de la banda pautada.

El sector externo continuó siendo el principal factor explicativo de la variación de la BMA, en tanto que el sector público y el sistema financiero actuaron como factores de contracción, en línea con la tendencia de los tres primeros trimestres y en claro contraste con la dinámica observada durante 2002 (ver Cuadro VII.1)

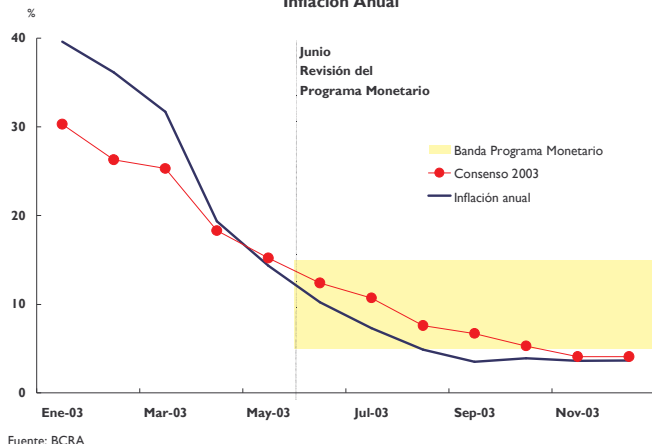
La dinámica de los agregados monetarios estuvo en línea con las proyecciones del Programa Monetario. El M2 creció 7,6% s.e. en términos reales con respecto al tercer trimestre, con un crecimiento real de 11,5% s.e. de los depósitos a la vista. En tanto, los depósitos a plazo se redujeron 4,7% en términos reales para igual período, en donde se destaca la caída de diciembre, producto de la demanda estacional de medios de pago.

El Programa Monetario 2004 incluye una proyección de crecimiento de la oferta primaria de dinero que va de 11 a 22%, consistente con el rango de inflación pautado de 7-11%, lo que implicaría un crecimiento de los agregados monetarios (M2 y M3) que se ubicaría entre 11 y 26%, dependiendo en parte de la velocidad de recuperación del crédito.

Durante el cuarto trimestre los precios de los activos financieros reflejaron el sesgo de la política monetaria. Las tasas de LEBAC registraron caídas de 3 p.p. y 6 p.p. para los tramos corto y largo de la curva de rendimientos, lo que implicó un marcado aplanamiento de la misma, en tanto que las tasas reales evidenciaron una tendencia similar (4 p.p. de caída para el segmento indexado de LEBAC a 12 meses). Las tasas pasivas registraron una leve caída de 1 p.p., al tiempo que las tasas activas mostraron una marcada disminución que para el promedio de los segmentos alcanzó los 7 p.p. (ver Gráfico VII.2). En tanto, el mercado de valores también reflejó las expectativas favorables; el índice Merval se apreció 30%, mientras que las acciones de los bancos registraron una mejora de 40%. En este contexto, el volumen negociado de activos en los mercados locales continuó incrementándose, en donde se destaca el crecimiento del mercado de LEBAC, con un volumen diario promedio 197% superior al promedio del tercer trimestre.

Para igual período, el índice de Tipo de Cambio Real del BCRA refleja que el peso se depreció 3,7% contra la canasta de monedas de sus principales socios comerciales, en tanto que el volumen negociado entre terceros en el mercado de cambios se incrementó marcadamente en los últimos meses.

Gráfico VII.1
Inflación Anual



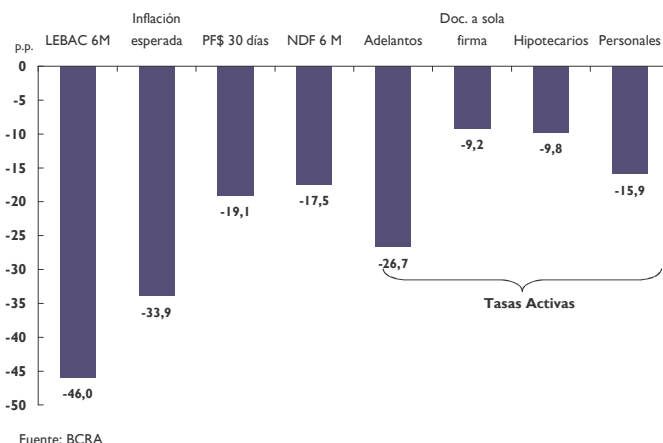
Fuente: BCRA

Cuadro VII.1
Factores de expansión de la BMA
(en millones de \$)

Factores	2002	2003
Sector Externo Privado	436	17.420
Secto Público Nacional	1.840	-1.552
Sector Financiero	7.925	-1.500
LEBAC	-2.698	-5.040
Cuasimonedas	3.486	-445
Otros	805	858
Total	11.794	9.740

Fuente: BCRA

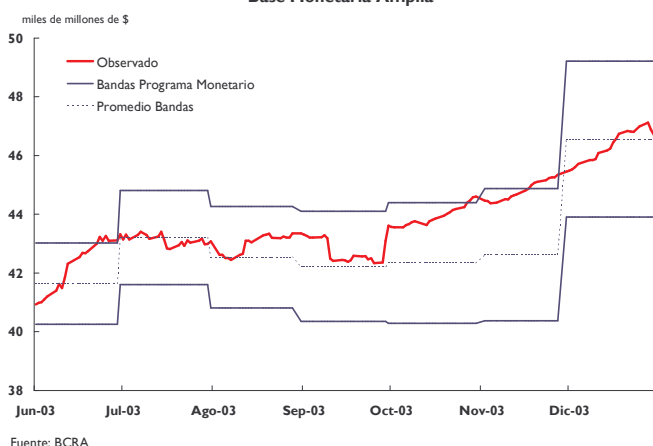
Gráfico VII.2
Variaciones de las Tasas de Interés
(Dic-02 / Dic-03)



Fuente: BCRA



Gráfico VII.3
Base Monetaria Amplia

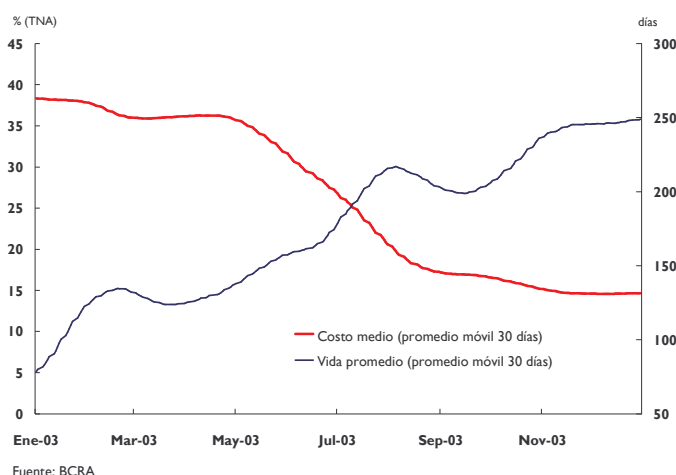


VII.2 Política Monetaria y Tasas de interés

Durante el cuarto trimestre de 2003, la oferta monetaria convalidó el incremento de la demanda de saldos reales asociado a un crecimiento de la actividad económica muy marcado, acompañado de una notoria estabilidad en el nivel de precios y las expectativas de inflación. Por lo tanto, durante octubre y noviembre la BMA se acercó al límite superior de la banda del Programa Monetario, en tanto que durante diciembre, la holgada situación de liquidez del sistema financiero permitió atender el pico estacional de demanda de medios de pago sin necesidad de incrementar la oferta de dinero primario por encima del punto medio de la banda pautaada (ver Gráfico VII.3).

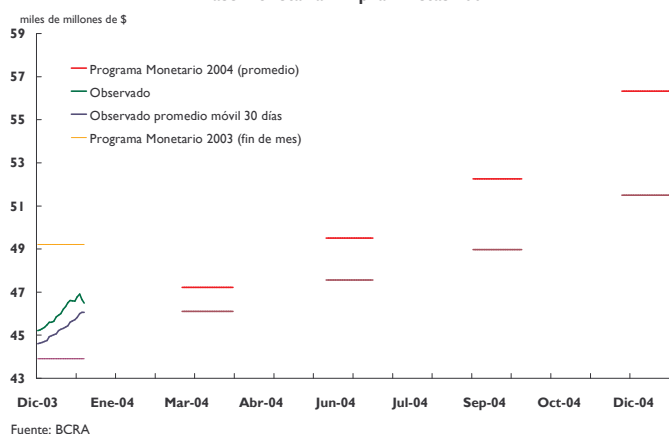
En relación a los factores de expansión, el sector externo continuó explicando la monetización de la economía, en tanto que el sector público y el sistema financiero contrajeron la BMA. El stock de títulos del BCRA se incrementó en \$1.604 millones durante el cuarto trimestre, en tanto que el costo medio continuó descendiendo, con una vida promedio a fines de diciembre de 251 días (ver Gráfico VII.4).

Gráfico VII.4
Costo Medio y Vida Promedio de Títulos del BCRA en Pesos



Durante 2004, el Programa Monetario contempla un objetivo de inflación en el rango 7-11%, y una banda para la oferta primaria de dinero (BMA) que implica un crecimiento interanual de la BMA en el rango 11-22%, dependiendo de la evolución de la tasa de inflación, el crecimiento de la economía y la sensibilidad de la demanda de saldos reales a variaciones en éstas u otras variables macroeconómicas que directa o indirectamente pudieran afectar la misma (ver Gráfico VII.5 y Cuadro VII.2). En tanto, se supuso al momento de la confección de las proyecciones el rescate total de cuasimonedas (el cual se ha verificado en los hechos), y un comportamiento del sector público y el sistema financiero que los vuelve factores de contracción de la oferta primaria de dinero (ausencia de dominancia fiscal y financiera).

Gráfico VII.5
Base Monetaria Amplia - Metas 2004



De la comparación con el Programa Monetario 2003 surgen algunas similitudes y algunas diferencias importantes. Dentro de un esquema de Metas de Inflación, la elección del instrumento monetario utilizado para cumplir con el objetivo de inflación pautaado depende de las condiciones de mercado. De esta manera, si la tasa de interés real es muy volátil en relación a la velocidad de circulación, los agregados monetarios aparecen como instrumentos de política monetaria más atractivos que las tasas de interés y viceversa. Si bien el Programa Monetario 2004 contempla una banda de BMA consistente con el objetivo de inflación, a medida que las variables macroeconómicas en general y el sistema financiero en particular continúe normalizándose el instrumento de tasa de interés aparecería como más eficiente para la ejecución de la política monetaria.

Ya en la Revisión del Programa Monetario 2003 se habían mencionado las dificultades que existían para cuantificar los efectos de las decisiones de política sobre los agregados monetarios: incertidumbre generada por las expectativas de inflación por parte de los agentes económicos, por la futura evolución de la actividad económica y por las elasticidades de la demanda de saldos reales respecto a las tasas de interés y el ingreso. Actualmente debe agregarse una fuente adicional de incertidumbre, la velocidad de recuperación del crédito bancario, esto es, la creación secundaria de dinero a través del sistema financiero (multiplicador monetario). En este proceso de monetización es importante el papel del multiplicador monetario ya que cuanto más alto sea éste, menor será la cantidad de emisión primaria necesaria para abastecer la demanda de dinero.

Cuadro VII.2
Programa Monetario 2004
(prom. mensuales de saldos diarios, en millones de \$)

Base Monetaria Amplia		2003	Mar-04	Jun-04	Sep-04	Dic-04	2004
Stock	Banda Superior	46.320	47.225	49.512	52.251	56.337	
	Banda Inferior	46.320	46.110	47.565	48.971	51.495	
Variación			905	2.287	2.739	4.086	10.017
	en %		2	5	6	8	22
			-210	1.454	1.407	2.523	5.175
	en %		0	3	3	5	11

Fuente: BCRA



Cuadro VII. 3
Programa Monetario 2004
(prom. mensuales de saldos diarios, en millones de \$)

M2		2003	Mar-04	Jun-04	Sep-04	Dic-04	2004
Nivel	Banda superior	63.405	65.971	70.654	74.010	78.610	
	Banda inferior	63.405	64.039	66.913	68.228	70.431	
Variación Nominal (en %)			4	7	5	6	24
			1	4	2	3	11
Variación en términos del PIB (p.p.)			0,3	0,2	0,3	0,2	1,0
			-0,2	0,0	0,0	-0,2	-0,3

Fuente: BCRA

Cuadro VII. 4
Programa Monetario 2004
(prom. mensuales de saldos diarios, en millones de \$)

M3		2003	Mar-04	Jun-04	Sep-04	Dic-04	2004
Nivel	Banda Superior	114.344	118.897	126.700	134.060	144.000	
	Banda Inferior	114.344	115.946	120.413	123.652	128.718	
Variación Nominal (en %)			4	7	6	7	26
			1	4	3	4	13
Variación en términos del PIB (p.p.)			0,6	0,2	-0,3	1,6	2,2
			-0,2	-0,2	-0,7	0,5	-0,6

Fuente: BCRA

Durante el 2002 y parte de 2003, el efecto multiplicador fue inexistente dada la ausencia de nuevos préstamos por parte de las entidades bancarias. Se ha observado una reversión de este proceso en la segunda mitad de 2003. Se estima que este paulatino aumento del multiplicador continuará en 2004 y, de esta forma, irá recuperando el terreno perdido en los últimos años. Se proyecta un crecimiento del crédito bancario en todos los escenarios considerados que va de un 10% a un 60%.

Por tanto, se proyectaron diversos escenarios para los agregados monetarios, estimándose que los mismos crecerían entre 11 y 26% durante 2004 (ver Cuadros VII.3 y VII.4). De esta manera, el escenario de máxima expansión monetaria es consistente con el límite inferior de la banda de inflación y un alto crecimiento, en tanto que el escenario de mínima expansión monetaria implica una inflación más alta y un producto que crece en menor cuantía y, por lo tanto, la demanda de dinero es más baja. El Programa Monetario 2004, a diferencia del correspondiente al 2003 implica el seguimiento trimestral⁸ de los agregados monetarios medidos en promedio mensual.

En lo que respecta a las tasas de interés, durante el cuarto trimestre éstas reflejaron el sesgo de la política monetaria. La estructura de tasas de LEBAC muestra una caída de 3 p.p. y 6 p.p. en las partes corta (6 meses) y larga (18 meses) de la misma, reflejando el aplanamiento de la curva de rendimientos asociado a una menor tasa de interés real esperada, menor premio por riesgo y menor inflación esperada. En tanto, el segmento indexado también mostró caídas significativas de 3,9 p.p. para el tramo de 12 meses y 3,5 p.p. para 18 meses. Por otro lado, las NOBAC indexadas (títulos con una maduración de tres años y que además pagan cupón semestralmente) registraron una caída de 1,7 p.p. desde su introducción al mercado en diciembre (ver Gráfico VII.6).

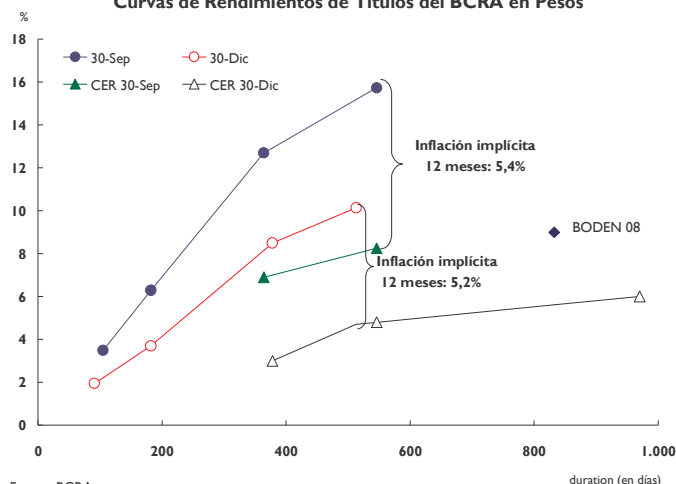
A fin de 2003, el stock en circulación de LEBAC en pesos alcanzaba VN \$9.839 millones, de los cuales VN \$1.718 millones correspondían a las ajustables por CER y alrededor del 64% tenía una maduración superior a 6 meses; en tanto que las LEBAC denominadas en dólares ascendían a VN US\$85 millones. Por su parte, el stock de NOBAC en circulación era de VN \$178 millones.

Por su parte, la negociación secundaria de LEBAC continuó adquiriendo mayor liquidez, habiendo superado en términos del promedio diario operado a los montos negociados en el mercado local de acciones y del dólar futuro. Al respecto, el monto negociado diariamente en promedio durante septiembre fue de \$82 millones, mientras que en diciembre, alcanzó a \$169 millones. Las especies de mayor plazo son las más negociadas, con rendimientos alineados con los pactados en las licitaciones primarias.

El mercado de préstamos entre entidades financieras (mercado "call") presentó un escaso dinamismo a lo largo del año que se hizo más evidente durante el segundo semestre, a medida que aumentaba la liquidez del sistema. Las tasas de interés en este mercado mostraron una caída desde niveles del 11% (nivel máximo observado en marzo) a 1,6% (último día de diciembre). A excepción del período febrero-mayo en el que se produjeron movimientos en las tasas de interés y en los montos operados relacionados con el levantamiento del corralón,

Gráfico VII.6

Curvas de Rendimientos de Títulos del BCRA en Pesos

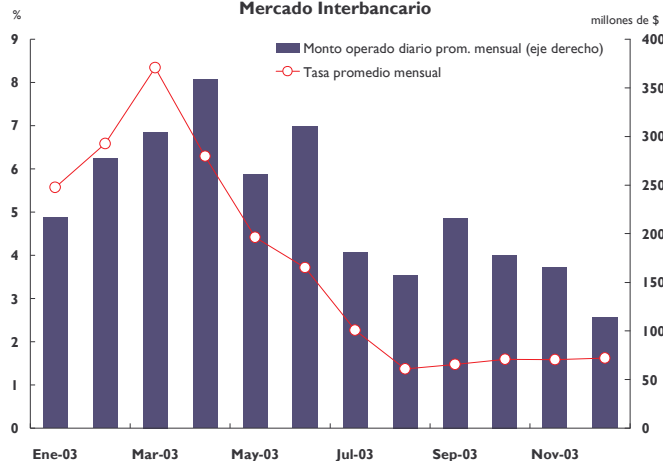


Fuente: BCRA

⁸ El monitoreo se realizará en los meses de marzo, junio, septiembre y diciembre.



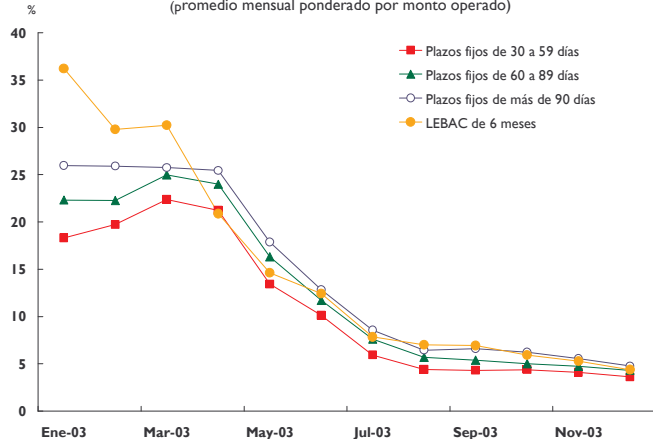
Gráfico VII.7
Mercado Interbancario



Fuente: BCRA

Gráfico VII.8

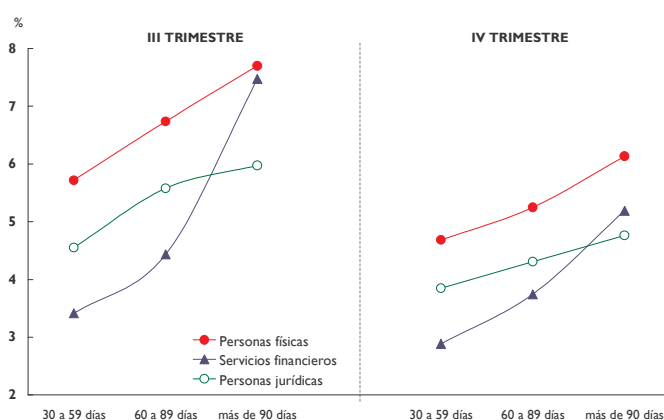
Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo en Pesos
(promedio mensual ponderado por monto operado)



Fuente: BCRA

Gráfico VII.9

Curvas de Rendimiento de Depósitos a Plazo Fijo en Pesos
(por tipo de depositante)



Fuente: BCRA

el mercado presentó bajos niveles de participación en el fondeo de las entidades. Durante el último trimestre del año, las tasas de interés del mercado “call” no tuvieron prácticamente variaciones, presentando una baja volatilidad. En este período, las entidades receptoras de fondos eran aquellas que no mostraban excesos de liquidez, y ajustaban su posición de caja al obtener fondos a bajo costo a través de este mercado (ver Gráfico VII.7).

Las tasas pasivas continuaron mostrando una leve tendencia decreciente. Si bien la mayor parte de la baja de dichas tasas se produjo entre marzo y julio de este año, en los últimos meses continuaron registrándose disminuciones, aunque a un ritmo mucho menor. Como se observa en el Gráfico VII.8, las tasas de interés que más disminuyeron durante el cuarto trimestre del año fueron las correspondientes a los depósitos de mayor duración (superior a 90 días), las cuales mostraron una baja de 1,8 p.p., ubicándose en 4,7% en diciembre. Por su parte, las tasas de interés por depósitos entre 30 y 59 días se redujeron 0,7 p.p., alcanzando un nivel de 3,6%.

Durante el cuarto trimestre se produjo un aplanamiento de las curvas de rendimiento de los depósitos a plazo para todos los tipos de depositante, registrando en todos los casos niveles de tasa de interés inferiores a los de trimestres anteriores. En todos los tramos de plazos, las personas físicas resultaron las beneficiarias de las tasas de interés más altas. En el caso de los depósitos entre 30 y 59 días, que representaron el 80% del monto operado en el trimestre, las tasas de interés en promedio fueron desde 2,9% para las prestadoras de servicios financieros hasta 4,7% para las personas físicas. En tanto que en el segmento de depósitos a plazos entre 60 y 89 días, la dispersión entre las tasas de interés según el tipo de depositante fue menor, ubicándose en el rango de 3,7% a 5,2%. Por último, en el tramo de depósitos a más de 90 días, que constituye el de menor volumen operado (6% del total negociado), las tasas de interés variaron de 4,8% (personas jurídicas) a 6,1% (personas físicas). En este segmento, cabe señalar la importante reducción verificada por las tasas de interés para las prestadoras de servicios financieros que alcanzó más de 2 p.p., pasando de 7,5% en promedio en el tercer trimestre a 5,2% en los últimos tres meses del año (ver Gráfico VII.9).

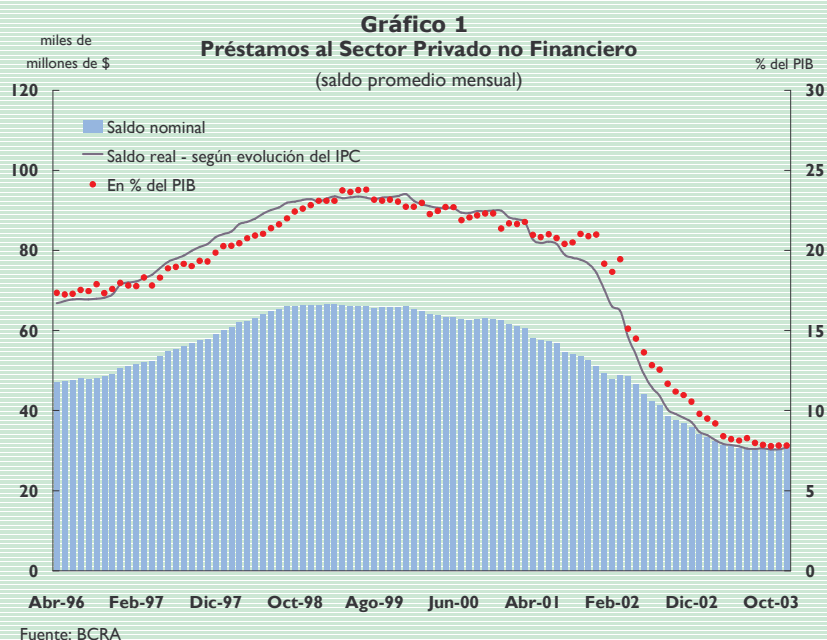
Las tasas de interés activas, en particular las correspondientes a préstamos al sector privado, como se verá en el Apartado 3 presentaron una caída generalizada a lo largo del año. Durante el cuarto trimestre, las que presentaron las mayores caídas fueron las tasas de interés de las tarjetas de crédito (12 p.p.), los préstamos personales (7 p.p.) y los adelantos en cuenta corriente (7 p.p.). Si bien las reducciones en estas tasas de interés han sido importantes, aun se observa un alto diferencial respecto de las tasas de interés pasivas, situación que no debe extrañar después de la crisis financiera sufrida. A medida que se vaya consolidando el incipiente desarrollo del sistema financiero, es de esperar que continúe el proceso de convergencia de los márgenes de intermediación (ver Apartado 4).



Apartado 3. El Punto de Inflexión del Mercado de Crédito

Desde fines de 1998 el mercado de crédito evidenció un comportamiento contractivo. Tras acelerarse durante 2001 y 2002, esta evolución negativa se frenó hacia mediados del año 2003, registrando en los últimos meses de ese año ciertos signos de revitalización que permiten vislumbrar un cambio de tendencia. De esta manera, y dadas las expectativas de evolución de las variables reales y monetarias para 2004, se espera para los próximos meses una progresiva recuperación del otorgamiento de crédito y, por lo tanto, una recomposición del castigado multiplicador monetario que de ahora en más deberá ser tenida en cuenta al momento de ejecutar la política monetaria.

Si se analiza la evolución del stock de préstamos destinados al sector privado en los últimos años, puede verificarse que si bien hacia fines del año 1998 su saldo superaba levemente los \$70.000 millones (cerca del 23% del PIB) y finalizando el año 2000 ascendía a cerca de \$65.000 millones, a diciembre del año 2002 era menor a \$40.000 millones (11% del PIB). Aunque la merma continuó durante el año 2003 (de modo tal que en la actualidad el stock de préstamos representa cerca del 8% del PIB), el ritmo de disminución fue cada vez más lento, llegando prácticamente a frenarse hacia mediados de año para luego mostrar durante el último trimestre incrementos mensuales (ver Gráfico 1). Pueden entonces establecerse dos etapas para este último año: el período enero-septiembre y el último trimestre. Mientras que durante los primeros tres trimestres el saldo total de préstamos en pesos cayó cerca de \$3.800 millones, durante los últimos tres meses del año aumentó entre puntas cerca de \$500 millones. Las variaciones fueron menores pero de igual signo en los préstamos en dólares. Mientras que entre diciembre del año anterior y septiembre de 2003 los préstamos en dólares cayeron en US\$120 millones, durante el último trimestre del año el stock revirtió la mitad de esa caída.



Efectivamente, en los últimos meses del año el crédito al sector privado fue recuperando terreno como uno de los usos para los fondos captados por las entidades financieras, aunque la aplicación principal de estos fondos continúe siendo la adquisición de activos líquidos. Entre los distintos factores que contribuyen a explicar la desaceleración en la caída del crédito y su incipiente recuperación pueden mencionarse las mejores perspectivas acerca de la economía real, la estabilidad de las expectativas de inflación y el entorno de tasas de interés en franco descenso, generando un contexto que permitió la reactivación de cierto tipo de líneas por parte de las entidades financieras (en particular, aquellas vinculadas con préstamos personales). El proceso de refundación normativa impulsado por el Banco Central también resultó relevante en términos de la generación de incentivos para la regeneración de la intermediación financiera, destacándose las modificaciones efectuadas en aspectos tales como la política de encajes, la clasificación de deudores y las garantías permitidas, algunas de las cuales se espera que muestren sus efectos durante el año 2004.

Detrás de la evolución comentada para el crédito durante el último trimestre del año 2003 existen marcadas diferencias en términos de las distintas líneas de préstamos. Efectivamente, la tendencia positiva se encuentra liderada por el financiamiento comercial de corto plazo, con especial énfasis en los adelantos en cuenta corriente. Este tipo de líneas, cuyo saldo en pesos había registrado un aumento de casi \$50 millones entre diciembre de 2002 y septiembre de 2003, durante el último trimestre logró incrementar su saldo en cerca de \$550 millones (ver

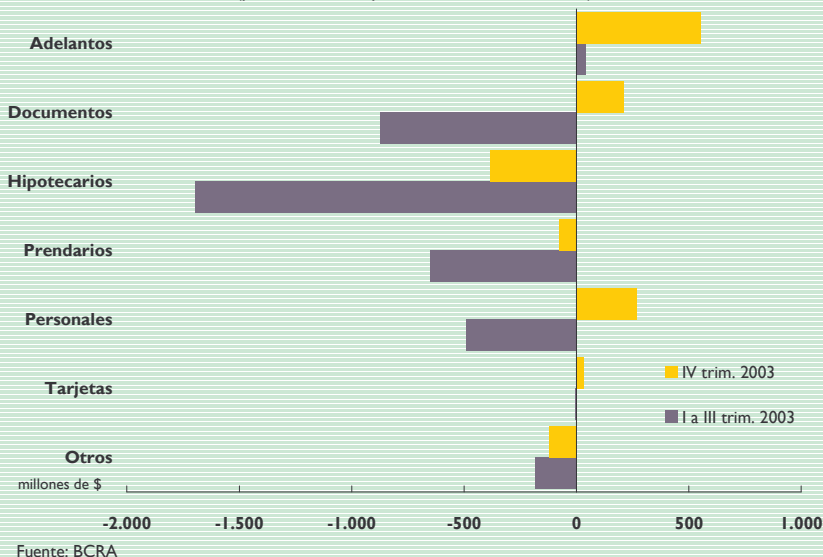


Gráfico 2). Las operaciones con documentos en pesos⁹, por su parte, tras registrar un descenso de casi \$900 millones en la primer etapa, durante los últimos tres meses del año acumularon una suba de más de \$200 millones.

Beneficiadas por la progresiva recomposición del consumo, las líneas de préstamos personales también mostraron una inflexión hacia el último trimestre. Mientras que durante los trimestres anteriores la caída acumulada para esos préstamos fue de aproximadamente \$500 millones, en los tres últimos meses de 2003 este tipo de crédito en pesos pudo revertir esta merma en casi \$300 millones. El financiamiento a través de tarjetas de crédito, por su parte, mostró variaciones casi nulas en las dos etapas consideradas.

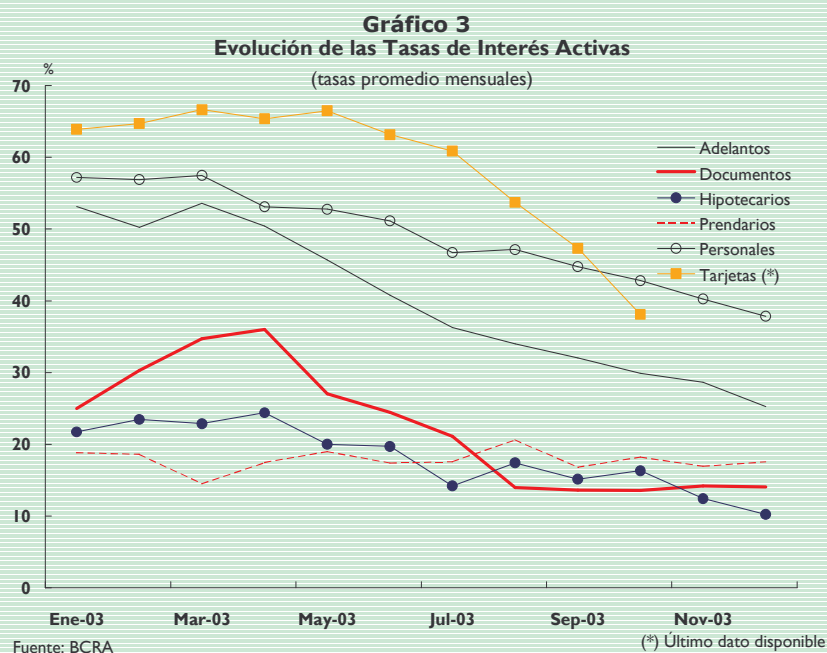
Un comportamiento diferente evidenció el financiamiento de largo plazo, debido a las limitaciones que afectaron tanto a la oferta como a la demanda en este segmento del mercado. La demanda de créditos hipotecarios y prendarios no consiguió recomponerse, dada la caída en el salario real (el salario nominal está todavía muy rezagado respecto de los precios del mercado inmobiliario o de los automotores) y la incertidumbre remanente acerca de los flujos futuros de ingresos de los eventuales tomadores de crédito. Por su parte, la oferta de créditos a largo plazo también se mantuvo acotada, en tanto las entidades debieron enfrentar dos cuestiones de relevancia. Por un lado, la recomposición de la liquidez (asunto que hoy se considera resuelto) y por el otro el natural descalce de plazos entre activos y pasivos, agudizado en un contexto de predominio del fondeo de menor plazo. De esta manera, no sorprende que las principales líneas de largo plazo (que representan casi el 40% del stock total de préstamos en pesos al sector privado) registren aún un comportamiento declinante. Con un nivel de monto operado muy bajo que no llega a compensar la cancelación de cuotas del stock existente, los créditos hipotecarios y prendarios en pesos evidenciaron una evolución negativa durante todo el año, con caídas acumuladas del orden de los \$2.000 y \$800 millones respectivamente. Sin embargo, las caídas en estas líneas muestran cierta desaceleración, ya que de esa cifra sólo \$400 y \$80 millones corresponden al último trimestre del año. Con respecto a la eventual reconstrucción de estas líneas de crédito, si bien su demanda aún se encuentra limitada por el deterioro del salario real y la persistencia del problema del desempleo, las mejoras evidenciadas en estas variables, la mayor predisposición por el lado de los bancos a ofrecer nuevas líneas y la moderación de las expectativas de inflación permiten ser cautamente optimistas sobre la recomposición del crédito a plazos más largos.

Gráfico 2
Variaciones en el Saldo de Financiaciones al Sector Privado
(préstamos en \$ por línea de financiamiento)



Otro de los factores que apuntala las expectativas optimistas acerca de la recuperación del mercado de crédito lo constituye la evolución de las tasas de interés activas durante el año 2003, el mejor reflejo de la combinación de menores expectativas de inflación y una mayor predisposición a tomar riesgos mencionada más arriba. En un contexto de creciente liquidez en el mercado, las tasas de interés pagadas por préstamos tanto de corto como de largo plazo mostraron una trayectoria claramente declinante (ver Gráfico 3). Esta tendencia a la baja en las tasas de interés, más marcada para las tasas pasivas que las activas, se mostró con persistencia hasta fines de 2003 y nada hace prever una interrupción en esa tendencia durante 2004, de forma tal que es de esperar que el acercamiento entre las pretensiones de los oferentes y los demandantes de crédito continúe profundizándose en el año que se inicia.

⁹ Documentos a sola firma, descuento de documentos y compra de documentos.



En conclusión, dados los cambios normativos implementados con el fin de apuntalar la reconstrucción de la intermediación financiera y la evolución esperada de la actividad económica durante 2004, en el marco del Programa Monetario para este año se proyecta un aumento anual del crédito al sector privado de entre 10% y 60%.



La Política de Liquidez

La liquidez del sistema bancario se mantuvo en niveles considerablemente elevados. La salida de la profunda crisis mostró a las entidades financieras manteniendo excedentes de fondos crecientes. En el año 2003, el ratio de liquidez¹⁰ se incrementó alrededor de 7 p.p. alcanzando un nivel superior al observado durante todo el período de vigencia del régimen de convertibilidad.

Cuadro VII.5
Requerimientos de Liquidez
(en %)

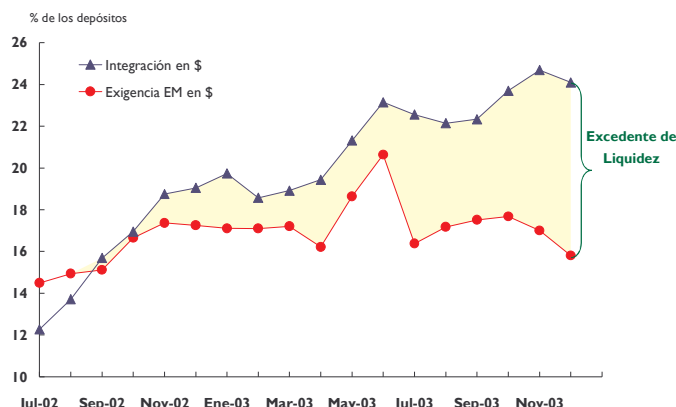
Concepto	Octubre		Noviembre	Diciembre
	Efectivo Mínimo ⁽¹⁾	Aplicación Mínima de Recursos ⁽²⁾	Efectivo Mínimo ⁽¹⁾	Efectivo Mínimo ⁽¹⁾
Depósitos a la Vista	13	12	23	20
Depósitos a Plazo				
hasta 29 días	9	9	18	18
30 a 59 días	7	7	14	14
60 a 89 días	5	5	10	10
90 a 179 días	5	0	5	5
180 a 365 días	3	0	3	3
más de 365 días	0	0	0	0

⁽¹⁾ Incluye Obligaciones en \$ y en US\$

⁽²⁾ Incluye Obligaciones en \$

Fuente: BCRA

Gráfico VII.10
Posición Efectivo Mínimo en Pesos*



*Datos de la posición de efectivo mínimo observados hasta el mes de noviembre de 2003. Las cifras de diciembre son estimadas.

Fuente: BCRA

Como puede observarse en el Cuadro VII.5, los coeficientes de efectivo mínimo que rigieron para el mes de noviembre surgieron de la consolidación de ambos regímenes, a excepción del correspondiente a los depósitos a la vista en pesos, que registró una baja de 2 p.p. (de 25% a 23%). Dado que las obligaciones en moneda extranjera no estaban sujetas al derogado régimen de AMR, la exigencia sobre dichos depósitos se incrementó, por lo que la medida generó un efecto expansivo en la capacidad prestable en pesos, acompañado de una reducción de aquella en moneda extranjera. Teniendo en cuenta los montos involucrados, el efecto total fue levemente expansivo.

Posteriormente, continuando con la política de simplificación y reducción de los requerimientos de reservas legales sobre depósitos y con el objeto de normalizar la operatoria del sistema financiero y reestablecer su función de intermediación entre el ahorro y la inversión, el BCRA dispuso una nueva baja de encajes a efectivizarse a partir del último mes del año. Específicamente, se redujo en 3 p.p. los coeficientes de exigencia sobre las obligaciones a la vista en pesos y en dólares, que pasaron de 23% a 20%. El efecto de esta medida implicó una liberación de recursos que pasarían a incrementar la capacidad prestable de los bancos en alrededor de \$1.000 millones.

Como se observa en el Gráfico VII.10, las entidades financieras mostraron a diciembre un excedente en su posición de efectivo mínimo de aproximadamente \$11.500 millones. Sin embargo, a pesar de la importante posición excedentaria, no se observa una presión excesiva sobre las tasas de interés pasivas, principalmente para los depósitos de menor porte, que constituyen el 70% de las colocaciones a plazo. Dado que la pérdida de participación de mercado es costosa, y en virtud de que las entidades consideran que las perspectivas de reactivación del crédito son muy alentadoras para 2004, es óptimo para las mismas la acumulación de este inventario transitorio de capacidad prestable a la espera de una colocación futura.

¹⁰ El ratio de liquidez se mide como la suma del efectivo en bancos y los depósitos en cuenta corriente que poseen las entidades financieras en el BCRA sobre los depósitos totales. Se incluyen las operaciones en pesos y dólares valuados al tipo de cambio de referencia promedio del mes.



Gráfico VII.11
M2 Privado y Total
(prom. mensuales reales s.e.)

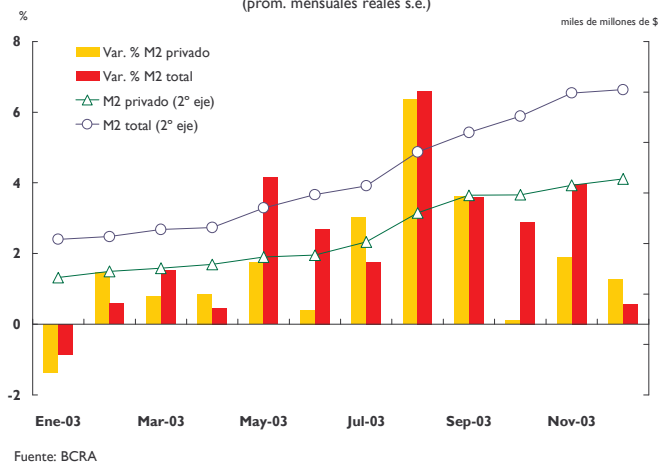


Gráfico VII.12
Composición del M2 del Sector Privado

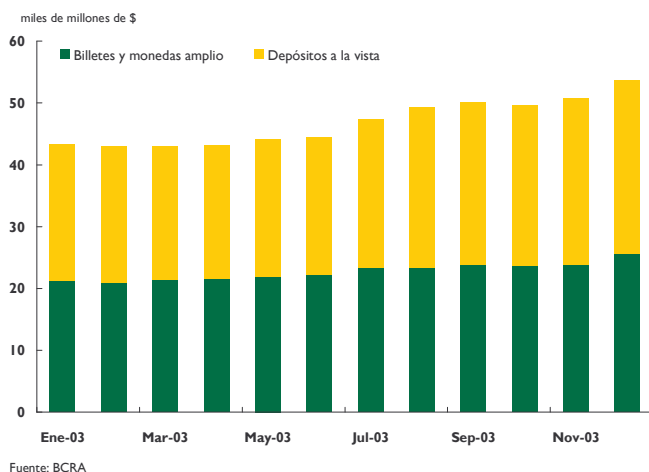
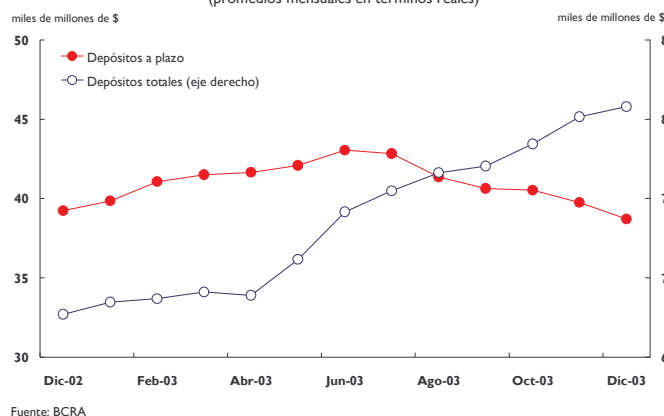


Gráfico VII.13
Depósitos Totales y a Plazo
(promedios mensuales en términos reales)



Acuerdo con el FMI: Seguimiento de las Metas Monetarias

En el marco del acuerdo suscripto con el FMI en septiembre de 2003 se fijaron metas cuantitativas para el sector monetario a cumplir por el BCRA en octubre y diciembre. Estas metas comprenden nuevamente criterios de desempeño para las reservas internacionales netas (RIN) y los activos internos netos (AIN) y una meta indicativa sobre la BMA.

La meta de RIN representa un “piso” a las reservas internacionales del BCRA descontando sus pasivos en moneda extranjera con madurez menor al año, los pasivos con el FMI y la posición neta de derivados. Por su parte, la meta de AIN, medida como la diferencia entre la BMA y las RIN, implica un “techo” a la expansión monetaria sin contrapartida en reservas internacionales. Cabe señalar que ambas metas se ajustan a partir del primer día hábil de septiembre por los pagos y desembolsos de capital originados en operaciones con el BID y el BIRF. Por último, la meta de BMA se refiere a un nivel máximo para la misma. Todas estas metas se calculan en promedio de 21 días hábiles, 10 anteriores y posteriores al último día hábil del mes.

Las metas monetarias fueron cumplidas en octubre y están siendo cumplidas en diciembre¹¹.

VII.2 Agregados Monetarios

La evolución de los agregados monetarios durante el cuarto trimestre estuvo en línea con las proyecciones del Programa Monetario dada la evolución de las variables macroeconómicas. El M2 registró un crecimiento real (s.e.) de 3,2%, en tanto que para el M3 el mismo fue de 5,6%. A continuación se analizará el comportamiento de los medios de pago y los depósitos a plazo, los cuales se vieron altamente influenciados por el fuerte componente estacional de diciembre.

Medios de Pago¹²

Los medios de pago en pesos (M2) mostraron un sostenido crecimiento para acompañar el aumento de la actividad económica y reflejar la preferencia por la liquidez de los agentes económicos.

Los medios de pago del sector privado (M2 privado) aumentaron en términos reales (s.e) aproximadamente \$1.700 millones (3,2%) en el cuarto trimestre del año. Si se considera la evolución de los depósitos a la vista totales, esto es, incluyendo aquellos del sector público, el incremento más que se duplica como producto del comportamiento favorable de la recaudación impositiva (ver Gráfico VII.11). En el año 2003, los medios de pago totales en términos reales (s.e) crecieron 7,6% y al finalizar el año representaban el 16,6% del PIB¹³.

En cuanto a la composición del M2 privado, el circulante amplio en poder del público aumentó su participación en casi 3p.p. a lo largo del año (ver Gráfico VII.12). Este comportamiento se encuentra en parte ligado al mayor uso de efectivo que implica el aumento de actividades informales, en parte, consecuencia de la vigencia del Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias (IDCCB).

¹¹ Por la metodología de medición, a la fecha de elaboración de este informe no se cuenta con los datos para completar el cálculo.

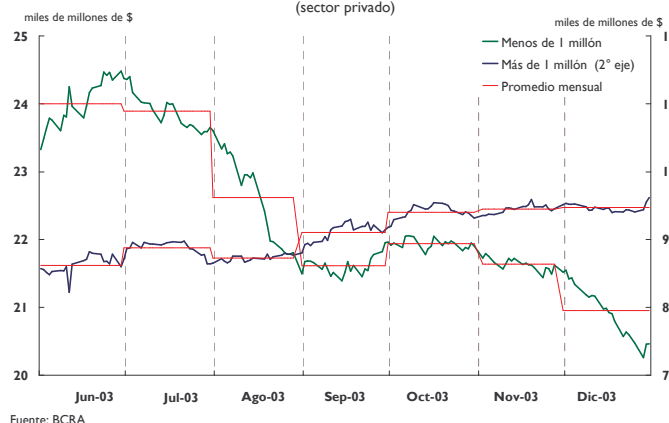
¹² Incluye cuasimonedas

¹³ En términos desestacionalizados.



Durante el cuarto trimestre, las colocaciones a la vista tuvieron un fuerte impulso producto de la preferencia por la liquidez de empresas y familias ante la disminución de las expectativas de inflación y el crecimiento de la actividad económica. Por otra parte, se estima que el impacto del rescate de cuasimonedas sobre los depósitos a la vista ha variado con el avance de este proceso. Con el transcurso del tiempo las cuasimonedas pasaron a estar en mayor proporción en manos de empresas que las dejaban en custodia en las entidades y las utilizaban para el giro de sus negocios; en virtud de ello, a medida que avanzó su rescate, las mismas permanecieron en forma de colocaciones a la vista de dichas empresas, por lo cual la contrapartida de las cuasimonedas que salen de circulación se fue viendo cada vez en mayor medida en este tipo de depósitos.

Gráfico VII.14
Depósitos a Plazo Fijo (sin CEDRO)
(sector privado)



Fuente: BCRA

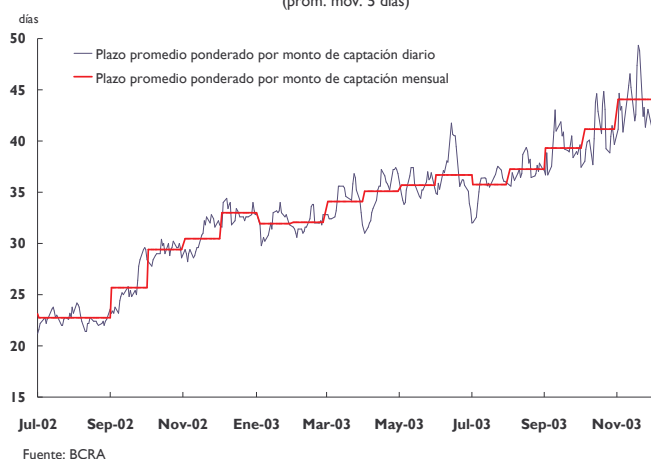
Depósitos a Plazo

Los depósitos a plazo fijo del sector privado¹⁴ disminuyeron \$1.700 millones (4,6%) en el último trimestre del año. Luego de una primer parte del año en la que mostraron dinamismo (en el primer semestre crecieron 10%) y del levantamiento del corralón, se manifestó cierta preferencia por la liquidez, comportamiento que se hace más evidente por la fuerte estacionalidad positiva de los medios de pago (ver Gráfico VII.13).

Al analizar la evolución de los depósitos a plazo de acuerdo al monto, se nota un comportamiento dispar entre aquellos de más y aquellos de menos de un millón de pesos. Como fuera mencionado en oportunidades anteriores, el levantamiento definitivo del llamado “corralón” (en los meses de abril y mayo) se instrumentó en etapas según el tramo del depósito original. En tanto los depósitos menores a \$42.000 podían disponerse de inmediato, aquellos superiores a este monto debían depositarse previamente (a 90 días hasta \$100.000 o a 120 días para depósitos superiores a \$100.000). En virtud de ello, en julio comenzaron a vencer los depósitos de montos inferiores, y eso es lo que explica la abrupta caída de las colocaciones de menos de un millón de pesos. Luego de que su comportamiento se estabilizara en octubre, este tipo de depósitos volvió a disminuir en noviembre y diciembre, en donde la caída se concentra en los depósitos pequeños, producto del traslado desde colocaciones a plazo hacia colocaciones a la vista como consecuencia directa del marcado incremento estacional de la demanda de saldos reales (ver Gráfico VII.14). Por su parte, los depósitos mayores a 1 millón de pesos mantienen una suave tendencia creciente desde junio.

Otro hecho que ayuda a caracterizar el comportamiento de los depósitos a plazo, en este caso en el cuarto trimestre del año, fue la decisión del BCRA, en noviembre, de incrementar de 7 a 30 días el plazo mínimo de captación de los depósitos a plazo. Esta medida influyó significativamente no sólo en la composición, sino también en el stock de depósitos a plazo fijo del sector privado. Del total de las colocaciones privadas hasta 29 días que existían a fines de octubre (aproximadamente \$2.600 millones), alrededor del 70% se trasladó a depósitos a plazo entre 30 y 59 días durante noviembre. Esto derivó en el aumento del plazo promedio de captación de 39 a 41 días, el cual alcanzó un nuevo máximo desde fines de 2001 (ver Gráfico VII.15).

Gráfico VII.15
Plazo Promedio de Captación de Depósitos a Plazo Fijo en Pesos
(prom. móv. 5 días)



Fuente: BCRA

¹⁴ Se incluyen los CEDRO ajustados con CER.



Apartado 4: El Programa de Unificación Monetaria

La recuperación del monopolio de la emisión de moneda por parte del BCRA era una condición necesaria para la normalización del sistema monetario y financiero. Con ese fin, a partir de mayo del 2003 se implementó, conjuntamente con el Ministerio de Economía, el rescate de los bonos provinciales comúnmente denominados “cuasimonedas” a través del Programa de Unificación Monetaria (PUM)¹⁵. La instrumentación de dicho programa se hizo en varias etapas. En primer lugar, las provincias emisoras de cuasimonedas debieron adherir voluntariamente al programa y encomendar al Gobierno Nacional el rescate de sus bonos. Al recibir ese mandato, en los casos en que el valor de mercado de las cuasimonedas era inferior al valor nominal, el Ministerio de Economía realizó una licitación pública de la cual surgió el valor de rescate de las mismas (en el resto de los casos se tomó como valor de rescate el valor nominal). Una vez determinado el valor de rescate, el Gobierno Nacional emitió títulos de deuda (BODEN 2011 y BODEN 2013) por el monto a rescatar (en valor de rescate), que el BCRA recibió como contrapartida de la emisión de pesos que depositó en las cuentas de los bancos provinciales para que estos llevaran a cabo el rescate de las cuasimonedas. Establecido el plazo del rescate, los tenedores de cuasimonedas procedieron al canje de las mismas por pesos. Una vez finalizado el plazo, el monto no rescatado de cuasimonedas perdió su poder cancelatorio y quedó sujeto a canje por títulos escriturales a emitir por la provincia emisora de las cuasimonedas.

Las provincias que voluntariamente adhirieron al Programa de Unificación Monetaria fueron: Buenos Aires (PATACON), Catamarca (BONOSCAT), Córdoba (LECOR), Corrientes (CECACOR), Chaco (QUEBRACHOS), Entre Ríos (FEDERALES), Formosa (BOCANFOR) y Tucumán (BOCADE). También se incorporó al PUM el Gobierno Nacional, a fin de rescatar los títulos emitidos para cancelar obligaciones provinciales (LECOP). Por el contrario, las provincias de La Rioja (Bonos de Consolidación – Serie A y B) y Mendoza (PETROM) optaron por rescatar con recursos propios los bonos en circulación que habían emitido.

En el Cuadro 1 se detallan los montos rescatados de cada cuasimoneda a la fecha de elaboración de este informe. Cabe señalar que si bien técnicamente el rescate de cuasimonedas a través del Programa de Unificación Monetario finalizó el 31 de diciembre de 2003, demoras originadas en temas operativos darán lugar a registros contables asociados al mismo durante el mes de enero de 2004.

Cuadro 1
Rescate de Cuasimonedas
(en millones de \$)

Cuasimonedas	Stock Inicial* (a)	Rescatado con Emisión Monetaria		Canjeado por Títulos Escriturales (d)	Rescatado por la Provincia (e)	Porcentaje Rescatado (f)=(b+d+e)/(a)
		Valor Nominal (b)	Valor de Rescate (c)			
Adheridos al PUM						
BOCADE (Tucumán)	169	167	155	2,0		100,0
BOCANFOR (Formosa)	85	85	70	0,5		100,0
BONOSCAT (Catamarca)	59	56	56	2,9		100,0
CECACOR (Corrientes)	250	249	185	0,9		100,0
FEDERALES (Entre Ríos)	260	255	193	5,2		100,0
LECOP (Gobierno Nacional)	3.272	3.187	3.187			97,4
LECOR (Córdoba)	656	649	620	7,3		100,0
PATACON (Buenos Aires)	2.703	2.644	2.644			97,8
QUEBRACHOS (Chaco)	100	99	88	1,0	100,0	
No Adheridos al PUM						
Bono de Consolidación (La Rioja)	35				18,6	53,1
PETROM (Mendoza)	85				78,0	91,8
TOTAL	7.674	7.391	7.198	20	96,6	97,8

* Al 30 de abril de 2003.
Fuente: BCRA.

En el caso de La Rioja, la provincia había emitido en el año 2001 un total de \$35 millones de Bonos de Consolidación con poder cancelatorio (series A y B), cuya validez caducaba el 31 de diciembre de 2003. Ante la proximidad del vencimiento de estos bonos, la provincia prefirió rescatarlos al vencimiento con recursos provenientes del Programa de Financiamiento Ordenado, firmado con el Gobierno Nacional. Es así que a partir de mediados de diciembre de 2003 los bonos coloquialmente denominados “Evita” comenzaron a ser rescatados a través del Banco de la Provincia de La Rioja a su valor nominal, ascendiendo a \$18,6 millones el monto retirado de circulación hasta el momento. Si bien la posibilidad de canjear por pesos dichos bonos a valor nominal rige hasta fines de abril, es de esperar que el rescate finalice a mediados de febrero.

¹⁵ Instrumentado por medio de los decretos del Poder Ejecutivo Nacional 743/2003, 957/2003 y sus modificatorios, luego ratificados por la Ley 25.736.



En el caso de Mendoza, la provincia había emitido en mayo de 2002 \$85 millones de Letras de Tesorería PETROM, respaldadas por regalías petroleras. Estas letras con poder cancelatorio vencían el 30 de septiembre de 2003. Antes de la instrumentación del PUM y a fin de suavizar el efecto de la salida de circulación de estas cuasimonedas, el gobierno provincial lanzó, a principios de mayo de 2003, el rescate anticipado de estas letras con recursos propios. A la fecha de vencimiento de las letras, aún quedaban en circulación alrededor de \$30 millones (en valor nominal), por lo que la provincia dispuso el rescate total de las cuasimonedas a partir del 1° de octubre de 2003 y hasta el 30 de marzo de 2004 a su valor nominal con más sus intereses directos devengados del 10,5%. Si bien aún restan tres meses para la finalización del rescate de los PETROM, al 31 de diciembre de 2003 la provincia ya rescató \$78 millones (en valor nominal), lo que equivale a más del 90% del total de la emisión, por lo que se estima que el rescate finalizará antes de lo previsto.

Como se desprende del Cuadro 2, el monto de cuasimonedas fuera de circulación desde el 30 de abril de 2003 asciende a \$7.508 millones, lo cual equivale al 98% del stock a dicha fecha¹⁶. Del total retirado de circulación \$7.391 millones se rescataron en el marco del PUM, implicando la emisión de \$7.198 millones, \$20 millones quedaron sujetos a canje por títulos escriturales y \$97 millones fueron rescatados por las provincias de Mendoza y La Rioja fuera del PUM. En consecuencia, hasta el momento la reducción de Base Monetaria Amplia con origen en el rescate de cuasimonedas totaliza \$309 millones¹⁷, y se estima que rondaría los \$370 millones una vez concluidas las registraciones contables del PUM y los rescates de La Rioja y Mendoza.

Cuadro 2
Rescate de Cuasimonedas
(en millones de \$)

Stock al 30 de abril de 2003 (a)	7.674
Adherido al PUM	7.554
No adherido al PUM	120
Rescatado con Emisión Monetaria (PUM)	
Valor Nominal (b)	7.391
Valor de Rescate (c)	7.198
Diferencia entre VN y VR (d) = (c - b)	193
Canjeado por Títulos Escriturales (PUM) (e)	20
Rescatado por la Provincia (f)	97
Bonos de Consolidación - Series A y B (La Rioja)	19
PETROM (Mendoza)	78
Cuasimonedas fuera de Circulación (g) = (b + e + f)	7.508
Cuasimonedas Pendientes de Rescate (h) = (a - g)	166
LECOP (PUM)	84
PATACONES (PUM)	59
Bonos de Consolidación - Series A y B (La Rioja)	16
PETROM (Mendoza)	7
Reducción de BMA con origen en Rescate de Cuasimonedas³ (i) = (d + e + f)	309

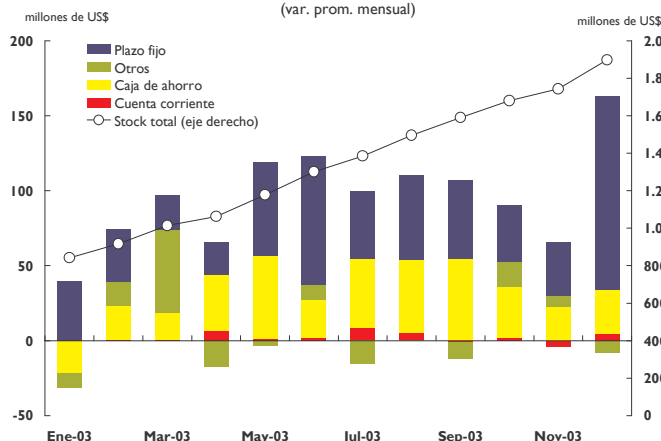
Fuente: BCRA

¹⁶ A fines de diciembre de 2003 se corrigió el stock de cuasimonedas y se realizaron los ajustes retroactivos correspondientes en la serie de cuasimonedas publicada por el BCRA, al disponer de información completa al respecto.

¹⁷ Esta cifra podría ser mayor, ya que parte del stock pendiente de rescate de LECOP y PATACONES se canjearía por títulos escriturales. Por otro lado, una vez que finalice el rescate de cuasimonedas de las provincias que no adhirieron al PUM (Mendoza y La Rioja), la Base Monetaria Amplia se reducirá en \$23 millones adicionales.

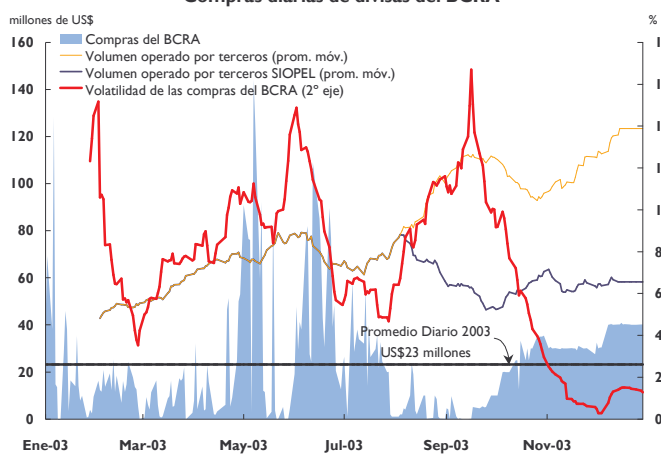


Gráfico VII.16
Depósitos en Dólares
(var. prom. mensual)



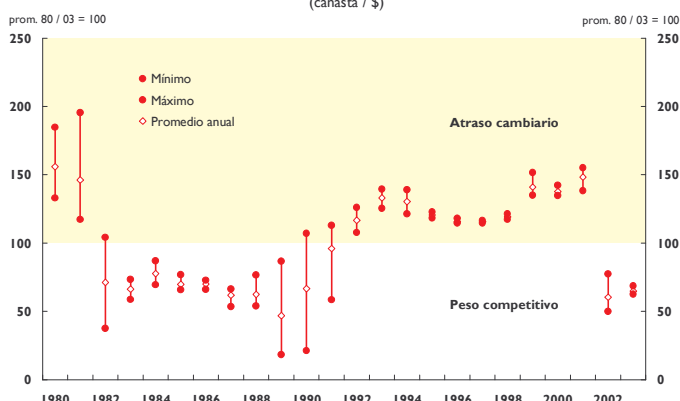
Fuente: BCRA

Gráfico VII.17
Compras diarias de divisas del BCRA



Fuente: BCRA

Gráfico VII.18
Tipo de Cambio Real Multilateral
(canasta / \$)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y BCRA

Depósitos en Dólares

Los depósitos en dólares en el sistema financiero aumentaron en el último trimestre US\$300 millones (19%) acumulando un incremento en el año de 128%. El crecimiento se produjo fundamentalmente en las colocaciones a plazo que explican alrededor del 60% del total (ver Gráfico VII.16).

Este tipo de colocaciones mostró un sostenido incremento a lo largo del año que se aceleró con la eliminación de las restricciones financieras. Sin embargo, una vez concluido el proceso (mes de septiembre), el flujo de fondos hacia estos depósitos continuó, liderado por las colocaciones inferiores a US\$100.000, que fueron realizadas tanto por personas físicas como jurídicas.

VII.3 Mercado de Cambios

En lo referente a la dinámica del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), se observó una creciente profundización con un incremento de los volúmenes negociados, fenómeno que se registró también en los mercados de derivados del dólar. Adicionalmente, a partir de junio de 2003 se amplió la competencia del mercado de cambios. Hasta ese mes sólo los bancos operaban entre sí a través del mercado abierto y desde entonces se suman los corredores de cambio. La incorporación de estos últimos contribuyó al crecimiento del volumen operado en el mercado cambiario, que pasó de un promedio diario de US\$82,4 millones durante el primer semestre a US\$121,5 millones durante el segundo.

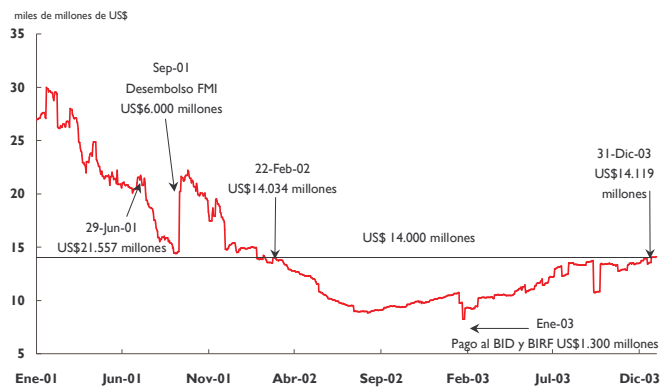
En este marco, la intervención del BCRA, concretada de un modo más estable y predecible, fue realizada siguiendo las pautas fijadas en el Programa Monetario 2003 y con el fin de satisfacer una mayor demanda de dinero a partir del incremento en el nivel de actividad y de la recuperación del peso como moneda de cuenta y reserva de valor. Durante el último trimestre, al igual que durante todo 2003, el BCRA intervino en el mercado de cambios constituyéndose en comprador neto por un total de US\$1.767 millones (ver Gráfico VII.17).

A partir de la dinámica exhibida por los precios internos y por la cotización del peso frente a otras monedas, el índice del Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) del BCRA se mantiene estable y en niveles competitivos, tanto respecto de la propia historia (ver Gráfico VII.18) como en comparación a experiencias similares en otros países. El Índice del Tipo de Cambio Real Multilateral del BCRA indica que el peso se depreció 3,7% contra la canasta de monedas de sus principales socios comerciales durante el cuarto trimestre de 2003, a raíz principalmente de la depreciación nominal del peso frente a la canasta de monedas consideradas, especialmente respecto del Euro (ver Apartado 1).

En este contexto, el saldo de las reservas internacionales del BCRA al 31 de diciembre de 2003 fue de US\$14.119 millones, alcanzando un aumento de US\$3.643 millones en el año (35%). Como se observa en el Gráfico VII.19, el nivel de reservas internacionales a fines de diciembre volvió a superar los US\$ 14.000 millones luego de casi 2 años.



Gráfico VII.19
Reservas internacionales del BCRA*



*Corresponde al stock de Oro, divisas y colocaciones a plazo e incluye divisas correspondientes a los Dep. del Gobierno.
Fuente: BCRA

Gráfico VII.20
Índices de Acciones Seleccionados
(var. interanual; en US\$)

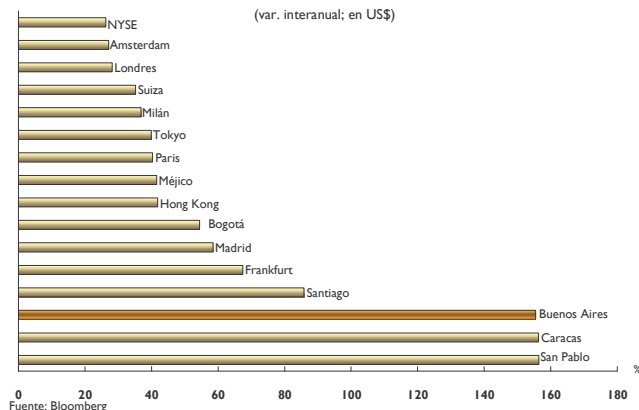
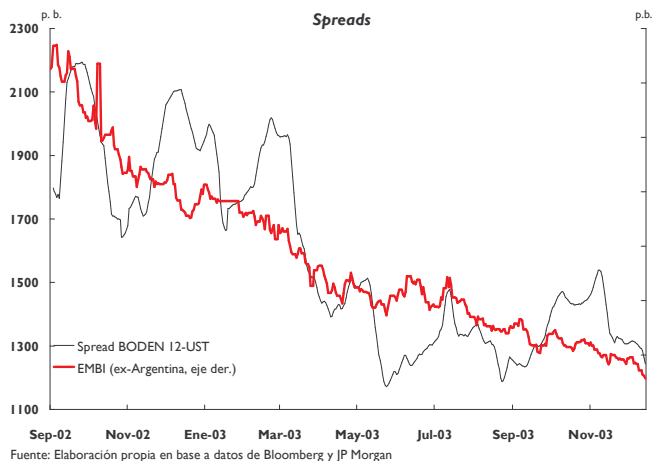


Gráfico VII.21
Spreads



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg y JP Morgan

VII.4 Otros Activos

En el año 2003, un contexto macroeconómico mundial muy favorable, los excelentes resultados en los índices de acciones de las principales bolsas del mundo, las bajas tasas de interés, la firmeza en la suba de los precios de los *commodities* y el apreciable incremento en el apetito por el riesgo impulsaron una fuerte suba en las bolsas de los mercados emergentes y una notable reducción en los diferenciales de tasas de interés¹⁸ (ver Gráficos VII.20 y VII.21). En el ámbito local, la recuperación de la economía, la baja en las tasas de interés y la recomposición de las carteras de inversión (que luego de la crisis quedaron “sobreexpuestos” al dólar y “subexpuestos” al peso) han sido factores determinantes en la caracterización del mercado de capitales interno.

En este marco, se destaca la suba de 40% alcanzada por el índice Merval en el cuarto trimestre (122% en el año). Medido en dólares, la variación experimentada en 2003 es de 156%, y ubica a las acciones argentinas entre las de mejor desempeño en el mundo (ver Gráfico VII.20).

Sin embargo, el volumen negociado en acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires durante el cuarto trimestre de 2003 fue similar al registrado en el trimestre anterior. Esta tendencia contrasta con el fuerte aumento en los volúmenes operados en el mercado secundario de LEBAC que ganaron profundidad en el período (ver Gráfico VII.22).

Por su parte, la cotización bursátil de todas las acciones de los bancos experimentaron una fuerte recuperación en los últimos 18 meses, como consecuencia de la mejora en las expectativas, ya que los altos niveles de liquidez los ubica en una buena posición de cara a la concreción de negocios en el futuro. En este marco, la capitalización bursátil exhibió una notable recuperación y alcanzó a fines de 2003 \$10.359 millones (ver Gráfico VII.23). Así, la evolución de estas cotizaciones refleja que la valuación del mercado es más positiva que la exhibida en los balances contables de las entidades, ya que la primera captura la evolución esperada de los negocios. En términos generales, el índice Merval estaría reafirmando el optimismo de los agentes económicos en relación con las perspectivas para el año 2004 (ver Gráfico VII.24)¹⁹.

Durante el cuarto trimestre de 2003 las cotizaciones de los principales títulos de deuda pública nacional en *default* continuaron estables y los Globales 2031 y 2008 continúan concentrando el grueso del volumen de las operaciones. La evolución de los precios respondería a la incertidumbre que domina los mercados en relación con la reestructuración de deuda que encara el Gobierno Nacional desde mediados de año.

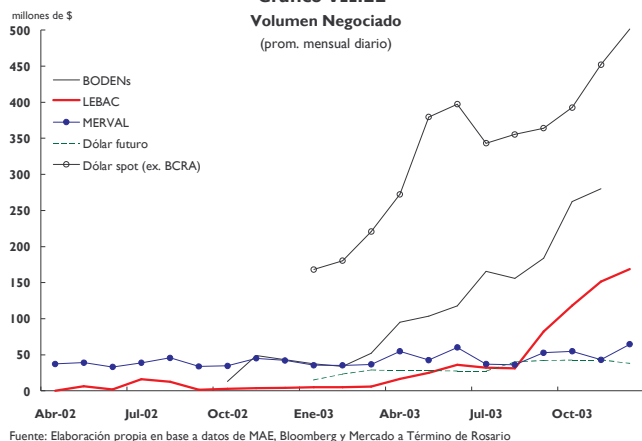
Por el contrario, la evolución de la deuda en situación regular refleja la firmeza de la economía interna, la mejora en la situación fiscal y las perspectivas optimistas para 2004. Asimismo, la ratificación por parte de la Secretaría de Finanzas de que estos títulos no entrarán en el proceso de reestructuración también habrían favorecido la tendencia alcista evidenciada por los precios de los BODEN.

¹⁸ Para el cálculo del diferencial de rendimiento se consideran el BODEN 12 en US\$ y un bono del Tesoro de Estados Unidos con *duration* similar.

¹⁹ El cuarto rezago del índice Merval es el que mejor anticipa la evolución del EMAE.



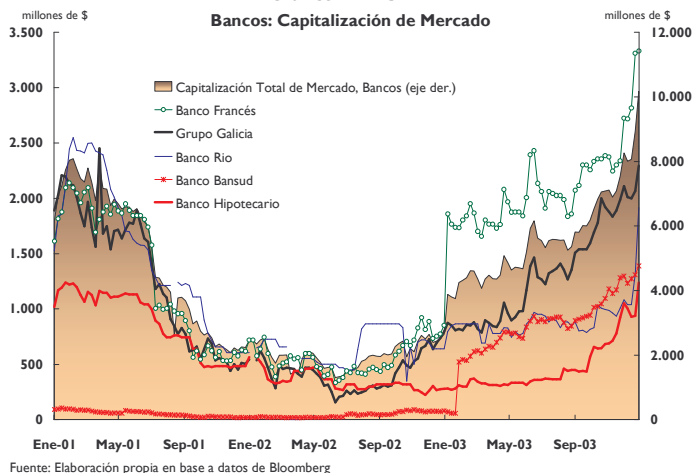
Gráfico VII.22
Volumen Negociado
(prom. mensual diario)



El volumen negociado de BODEN exhibió un notable crecimiento, consecuencia de la consolidación del mercado secundario y el comienzo de la cotización de las últimas series emitidas (ver Gráfico VII.22). Las operaciones de estos títulos se concentran en el BODEN 12 en US\$ y BODEN 08 en \$, los cuales alcanzaron rendimientos (TIR) mínimos históricos (ver Gráfico VII.21).

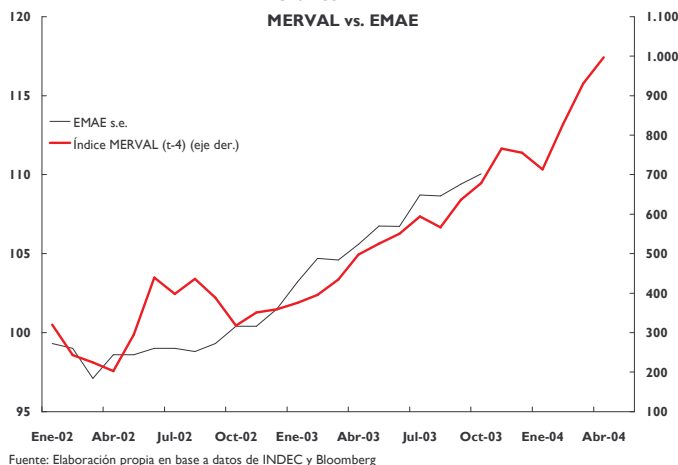
Por otra parte, la actividad en el mercado de deuda empresarial continuó en ascenso. Si bien durante el cuarto trimestre de 2003 continuaron los procesos de reestructuración de pasivos, también se concretaron algunas emisiones de deuda nueva. Sin embargo, en la mayoría de los casos las colocaciones han tenido como destino reemplazar obligaciones que vencían, y por lo tanto no han afectado la estructura patrimonial de las empresas. Se destacan las colocaciones de US\$100 millones a 10 años de plazo, con un rendimiento de 9,50%, concretada por Petrobras Energía y US\$121 millones a 5 años de plazo del Banco Francés.

Gráfico VII.23
Bancos: Capitalización de Mercado



La mejora general de los activos financieros también se observó en los activos reales y durante el cuarto trimestre de 2003 los inmuebles residenciales continuaron con la tendencia exhibida durante el año. Los precios de los inmuebles nuevos registraron mejoras adicionales, y hasta el mes de octubre acumulaban una apreciación de 42% en dólares. Por su parte, los precios de los departamentos usados se incrementaron 6% en dólares durante el año (ver Gráfico VIII.10). Por su parte, el valor de las tierras para explotación agropecuaria también mostraron una evolución favorable, a tono con el aumento en los precios de los productos agrícolas y ganaderos. En algunos casos, y dependiendo de la aptitud de uso del mismo, los precios por hectárea resultan similares a los de 1998, año en que se registraron los máximos precios en la década.

Gráfico VII.24
MERVAL vs. EMAE



La estabilización del escenario macroeconómico tuvo como consecuencia la reducción en la volatilidad de los retornos de los activos internos. Por ejemplo, desde comienzos de 2002 la volatilidad del índice Merval ha venido disminuyendo sistemáticamente. Aun así, los niveles de volatilidad actuales son significativamente altos de acuerdo a parámetros internacionales. En este sentido, la existencia y profundidad de los mercados de contado y de futuros de divisas y tasas de interés contribuyen a reducir la volatilidad y ofrecerían a los inversores una eficaz opción de cobertura.





VIII. INFLACIÓN

VIII.1. Síntesis

El proceso de desinflación sistemática que se observó durante la mayor parte de 2003 pareciera haber llegado a su fin. La tasa de inflación, medida como la variación de 12 meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC), se estabilizó en niveles algo inferiores a 4% en el último trimestre del año pasado, donde se espera que se mantenga en este primer trimestre (ver Gráfico VIII.1).

Para el corriente año se proyecta un aumento moderado y transitorio de la tasa de inflación. Esto se debe a que subsisten potenciales reajustes de precios relativos, algunos de los cuales podrían ser liderados por el mercado, como es el caso de los ajustes salariales y la recomposición de márgenes de comercialización en determinados sectores que hasta ahora vienen relegados (que podrían originar 1 o 2 puntos de incremento en el IPC). Otros reajustes se originarían en decisiones del gobierno, entre los que se destacan posibles ajustes en las tarifas de los servicios regulados o modificaciones impositivas que podrían traer aparejados 2 puntos adicionales de incremento en el IPC. Por otra parte, el aumento en el precio de las materias primas que se viene dando también incidirá sobre los precios mayoristas y probablemente se traslade a los minoristas, al menos en la primera mitad del año.

La política monetaria del BCRA estará orientada, por tanto, a permitir que el ajuste de precios relativos pendiente tome lugar en forma ordenada, sin que éste realmente las expectativas de un aumento sostenido de los precios, distinguiendo entre cambios transitorios y permanentes. Para esto, seguirá permanentemente la trayectoria del PIB y de los precios, atendiendo a la aparición de eventuales presiones inflacionarias y en particular la evolución del exceso de capacidad ociosa, tanto en lo referente al factor trabajo como al capital, que si bien en términos agregados todavía son elevados, evidencian ya en algunos sectores cuellos de botella (ver Sección III).

De todos modos, en el caso en que no se den los ajustes de precios relativos esperados, la inflación minorista para los próximos 12 meses podría culminar por debajo del rango pautado. De acuerdo al REM, se espera una variación de los precios minoristas de 7,5%. Mientras tanto la tasa implícita que surge de las LEBAC a un año con y sin CER colocadas en diciembre de 2003, contempla un aumento de los precios minoristas algo menor (5,2%).

VIII.2. Precios Minoristas

El Índice de Precios al Consumidor (IPC) aumentó en el cuarto trimestre del año pasado luego de mantenerse prácticamente estancado durante el tercer trimestre. El aumento en el IPC durante los últimos tres meses obedece a dos fenómenos puntuales: por un lado el incremento en los precios de los alimentos y por otro (principalmente en diciembre) la suba de los precios ligados al esparcimiento (ver Gráfico VIII.3).

Gráfico VIII.1
Evolución de los Precios
(var. interanual)

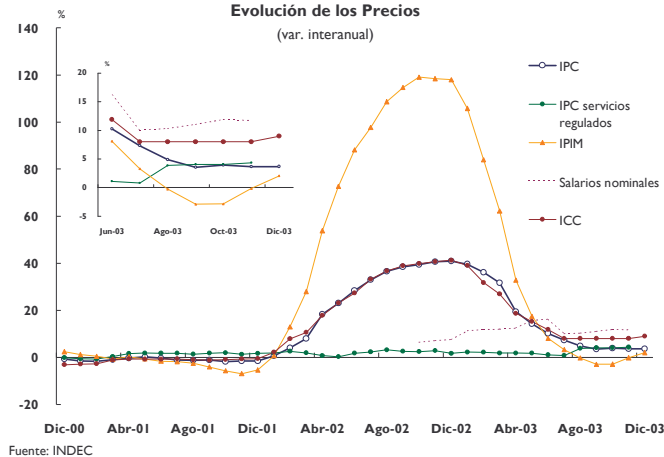


Gráfico VIII.2
IPC
(variación interanual)

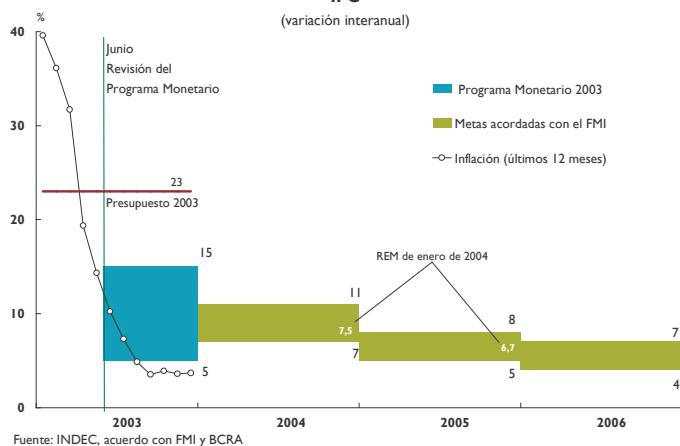


Gráfico VIII.3
Índice de Precios al Consumidor e Inflación Subyacente
(var. interanual)

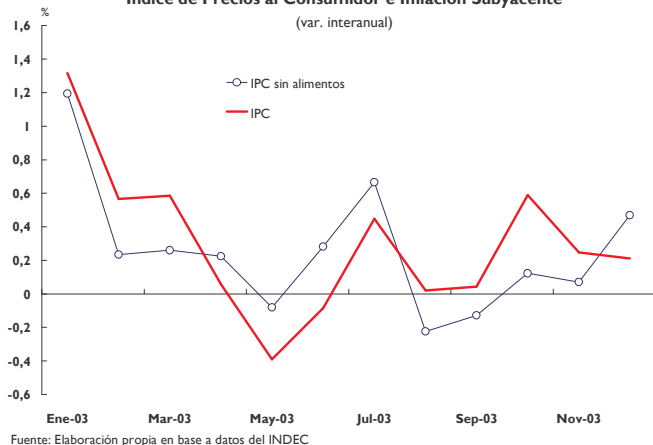
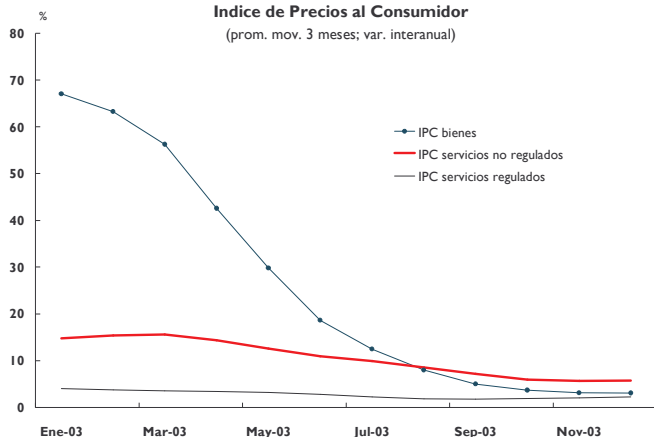


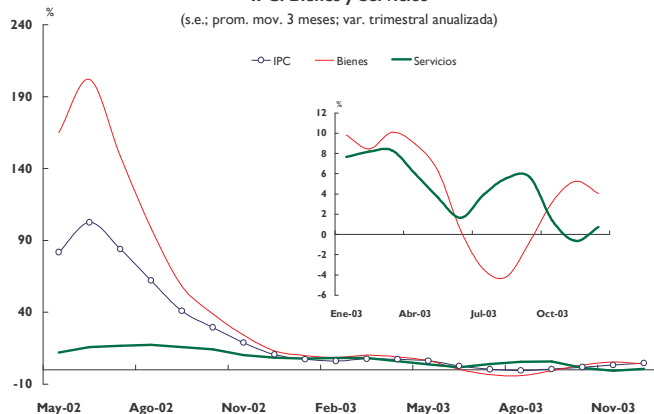


Gráfico VIII.4
Indice de Precios al Consumidor
(prom. mov. 3 meses; var. interanual)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Gráfico VIII.5
IPC. Bienes y Servicios
(s.e.; prom. mov. 3 meses; var. trimestral anualizada)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

La trayectoria de los precios de los alimentos que componen el IPC se ha visto afectada en los últimos años por una mayor volatilidad, por lo que los coeficientes de estacionalidad que se basan en períodos más largos de datos pueden llevar a conclusiones erróneas. Durante la década anterior, los precios de estos bienes eran regulados por la entrada circunstancial de productos importados. A partir de la depreciación del tipo de cambio real de los últimos dos años, la dependencia a las condiciones de oferta interna se intensificó, manifestándose principalmente en la volatilidad de los precios de algunos alimentos como frutas y verduras. Adicionalmente, en el último año, la sequía que afectó al centro del país generó una reducción de la oferta de algunas producciones específicas y consecuentemente acrecentó la volatilidad en los precios de los alimentos (ver Gráfico VIII.4).

Los precios de la carne se mantienen estables, e incluso mostraron en los últimos meses una tendencia descendente en vistas de la mayor faena como consecuencia del adelantamiento de la matanza de animales por la sequía que impactó en el país en los meses de octubre y noviembre. En los próximos meses, este fenómeno podría repercutir en mayores precios de carnes y lácteos.

Los precios de los servicios mostraron una desaceleración durante el cuarto trimestre pasando de un aumento trimestral anualizado de 5,7% s.e. en el tercer trimestre a sólo 0,7% s.e. en el cuarto. En particular, el aumento del rubro esparcimiento más allá de la estacionalidad, generado por el auge del turismo durante el último mes de 2003, más que explicó la suba del IPC servicios (ver Gráfico VIII.5). De esta dinámica de los servicios surge que no se estaría trasladando todavía a precios el aumento sostenido en los salarios que se viene observando en los últimos meses. De todos modos, y a pesar de esta trayectoria, se proyecta que la recomposición en el precio relativo de los servicios continúe en los próximos meses en función de las expectativas favorables respecto al mercado interno, aunque su magnitud dependerá en buena medida del avance en el proceso de renegociación de los contratos de servicios públicos (ver Apartado 5).

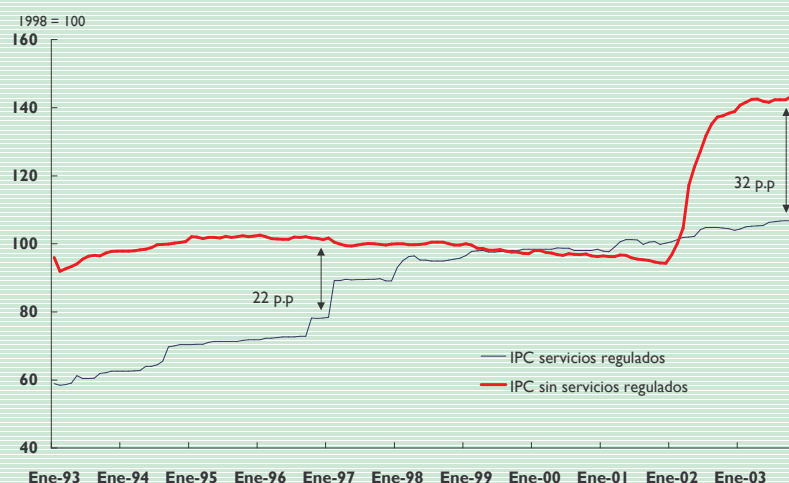


Apartado 5. Tarifas Públicas e IPC: la Convergencia de Largo Plazo de Precios Relativos

El Gráfico 1 permite observar los vaivenes históricos que han tenido los precios relativos de los servicios regulados respecto del resto de los precios minoristas, aún durante períodos de relativa estabilidad de la inflación (en épocas de alta inflación, dicha volatilidad de precios relativos ha sido sustancialmente mayor). Desde principios de los '90 en adelante, pueden distinguirse tres etapas bien diferenciadas: a. Comienzos de los '90 cuando los precios tenían algún tipo de subvención estatal; b. Segunda mitad de los '90 cuando los contratos de los servicios tenían cláusulas de indexación no acordes con la deflación de los demás precios de la economía; c. El año 2002 donde la relación vuelve a revertirse por el aumento de los demás precios sin una contrapartida en el precio de los servicios regulados.

Sin ánimo de abundar en los detalles de cada sector ni en cuestiones de procedimiento que escapan a la capacidad de predicción del BCRA, una comparación de ambas líneas del gráfico permite una aproximación global del problema en cuestión: cuál es el impacto en el índice de precios de una eventual convergencia de la línea azul a valores de “equilibrio” de largo plazo. Tomamos como punto de referencia (discutible como cualquier otro) los precios relativos a fines de 1996, que es cuando comienza el período sostenido y generalizado de caída de los precios minoristas (deflación). Para entonces, los precios de los servicios regulados ya habían recuperado suficiente terreno en el marco de sus respectivos procesos de privatización, por lo que la indexación subsiguiente se hacía cada vez más inconsistente con el comportamiento del resto de las variables económicas. En ese momento, la distancia entre las dos líneas era de 22 p.p, usando como base 1998 = 100. Dado que en la actualidad la distancia es de 32 p.p., podría concluirse que la convergencia de largo plazo de estos precios relativos requerirá, en algún momento, un aumento de aproximadamente 10 p.p de la línea azul por encima de la roja.

Gráfico N° 1
Precios de Servicios Regulados e IPC



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Considerando que el peso de los servicios públicos sujetos a incrementos dentro de la estructura de ponderadores del IPC alcanza a 12%, el impacto directo en el IPC de esta hipotética suba sería de 1,2 p.p. y el indirecto, estimado a partir de la matriz insumo producto del año 1997, otro 0,8% adicional.



VIII.3. Precios Mayoristas

Los precios mayoristas se incrementaron en el cuarto trimestre, revirtiendo totalmente la caída de los trimestres previos, y acumulan una suba de 1,8% desde diciembre de 2002. Dos de los tres componentes del IPIM explican esta trayectoria, los productos primarios y los manufacturados, mientras los bienes importados muestran una caída en el período (ver Gráfico VIII.6).

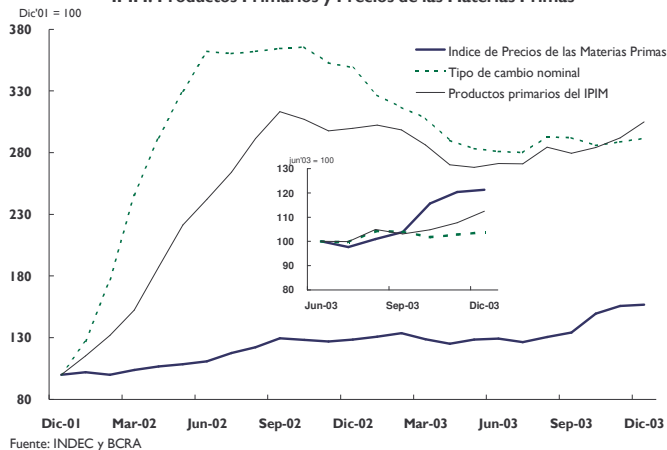
El aumento en el precio de los productos primarios estaría ligado directamente al precio internacional de las materias primas (ver Sección II). En efecto, en los últimos tres meses, el Índice de Precios de las Materias Primas elaborado por el BCRA mostró un incremento de 18,1%, que se trasladó en 30% a los precios mayoristas de los productos primarios. Si bien se observa un aumento en la mayor parte de los componentes del índice del BCRA, se destaca el aumento registrado por el precio internacional del petróleo. Al respecto, cabe mencionar que la suba en los precios mayoristas producto de esta dinámica no se reflejó en los precios minoristas, habida cuenta del acuerdo entre el Gobierno y las empresas del sector para no trasladar a precios internos el aumento en la cotización internacional del crudo. Este acuerdo fue prorrogado por tercera vez hasta fines de marzo de este año y es probable que vuelva a extenderse entonces.

En cambio, el aumento observado en los precios de los productos manufacturados responde en mayor parte a un lento, pero continuo, proceso de recomposición de márgenes en algunos sectores. En el acumulado del año, la suba en los precios de las manufacturas alcanza a 4%, con 10 de los 21 sectores que registran subas mayores al promedio. En particular, tres sectores (Prendas de materiales textiles, Impresión y reproducción de grabaciones y Muebles) muestran alzas que duplican al promedio. Precisamente estos sectores, más dependientes del mercado interno, fueron los que menos trasladaron a precios la devaluación, al tiempo que se vieron afectados por una suba en el costo de las materias primas. Actualmente, ante un incremento en la demanda, apuntan a recomponer márgenes.

Al mismo tiempo, si bien en términos de capacidad instalada todavía persiste en términos agregados una importante subutilización, lo cual permitiría seguir aumentando los niveles de producción con menores costos fijos por unidad de producto y sin presiones sobre los precios, cabe destacar que se observan importantes disparidades sectoriales, con algunos sectores operando cerca del pleno empleo y otros sectores con niveles reducidos de utilización de la estructura productiva (ver Sección III).

De todos modos, las características propias de los sectores en términos de transabilidad internacional de sus productos determina que ante un aumento en la demanda interna y de los costos (salariales y de servicios), no todos los productores trasladen a precios este aumento, aún cuando enfrenten cuellos de botella en términos de la estructura de equipo productivo. En efecto, en aquellos sectores más transables, se reducen las posibilidades de incrementar los precios dado que el mercado tendería a satisfacer la demanda creciente con una mayor participación de las importaciones en el mercado interno. En contrapartida, se espera que los sectores menos transables, que fueron precisamente quienes

Gráfico VIII.6
IPIM. Productos Primarios y Precios de las Materias Primas





menos trasladaron a precios la devaluación, presionen por una recomposición de márgenes ante un aumento en sus costos.

Por su parte, los precios de los bienes importados se mantuvieron prácticamente estables en un contexto de menor volatilidad del tipo de cambio, y a diciembre acumulan una baja de 14% en relación a un año atrás.

La dinámica de los precios mayoristas durante 2004 estará influida por algunos efectos contrapuestos. Los precios de los bienes primarios estarán determinados por la coyuntura internacional y por la evolución de los derechos de exportación. Si bien se prevé que los precios internacionales puedan aumentar en el corto plazo aún más, es factible una corrección en el mediano plazo y que en promedio se mantengan en los niveles actuales. Es probable además que los precios de los bienes manufacturados continúen recuperando márgenes tal como se observó durante 2003, en un contexto de aumento del consumo. Finalmente, los precios de los productos importados son los que evolucionarán más de acuerdo con los movimientos del tipo de cambio.

A pesar de la dinámica del último trimestre en los precios mayoristas, los márgenes minoristas cayeron levemente (ver Gráfico VIII.7)

VIII.4. Costo de la Construcción

En el último trimestre de 2003 se observó una aceleración en el ritmo de crecimiento de los precios de la construcción, pasando de 9% anualizado en el tercer trimestre a 12% anualizado en el cuarto, superando al crecimiento de los precios minoristas (ver Gráfico VIII.8). La dinámica de los costos está impulsada por la evolución de los salarios del sector en primer lugar y por el alquiler de maquinarias en segundo, precios que durante 2002 se habían mantenido prácticamente estancados (ver Gráfico VIII.9)

La mayor demanda de trabajadores, junto con la reducción de la oferta a raíz de la suba del salario de reserva, generado por los planes de trabajo, comenzó a generar algunas presiones salariales en el sector. También tuvo efectos análogos la menor oferta de mano de obra extranjera (principalmente de países limítrofes) por la caída de los salarios en dólares. Por otro lado, según indican los empresarios de la construcción, la reducción del parque de maquinarias y equipos de las empresas constructoras, que se vieron obligadas a deshacerse de ellos durante la recesión para generar flujo de caja, provocó ahora ciertos cuellos de botella y consecuentemente aumentos en los precios de alquiler de los equipos.

Paralelamente, los precios de los insumos, que permanecieron prácticamente constantes durante la mayor parte de 2003, en los últimos tres meses registraron un reajuste de sus precios. Sin embargo, éstos no deberían aumentar significativamente en vistas de la baja utilización de la capacidad instalada que se observa en los sectores productores de estos bienes.

A pesar de estos aumentos, los costos de la construcción por m² medidos en dólares, todavía continúan muy deprimidos con relación a los valores previos a la crisis y respecto a los precios de los inmuebles. Según el INDEC, el precio del m² de construcción de un

Gráfico VIII.7
Proxy Márgenes Minoristas
(IPC Bienes/IPIM)

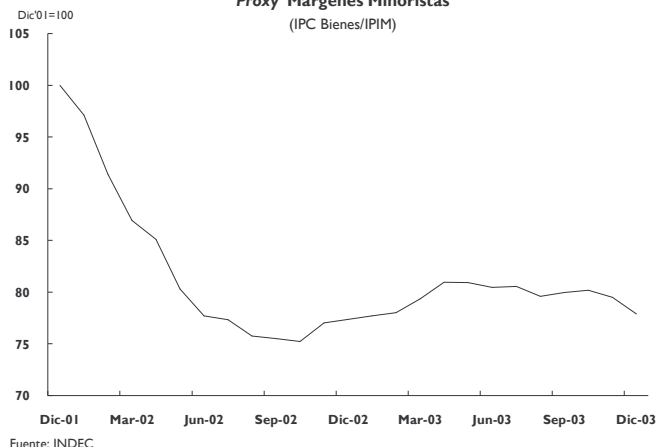


Gráfico VIII.8
ICC Deflactado por IPC

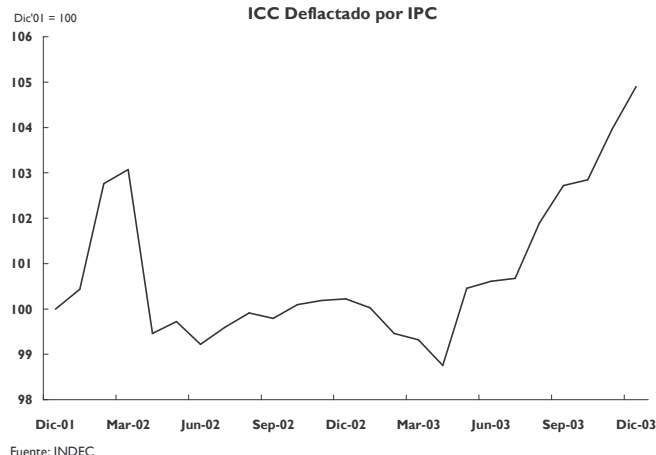


Gráfico VIII.9
ICC y Componentes
(var. interanual)

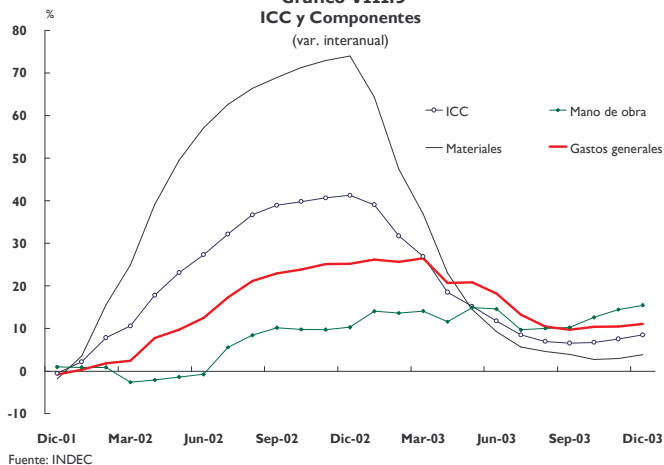
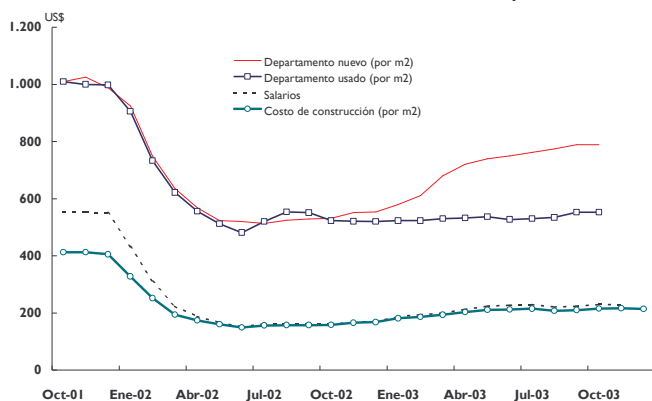




Gráfico VIII.10
Precios de los Inmuebles, Costo de la Construcción y Salarios



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la UAAE e INDEC

inmueble tipo en Capital Federal actualmente alcanza US\$ 215. Si bien el costo aumentó frente a los US\$ 149 que llegó a costar en el momento más agudo de la crisis, se ubica por debajo del costo en dólares previo a la liberalización de la cotización del peso (US\$ 405) (ver Gráfico VIII.10). Se espera que continúe durante 2004 la tendencia al alza de los precios de la construcción a partir del fuerte impulso que registra el sector (ver Sección III).

VIII.5. Salarios

En el cuarto trimestre, y a pesar de que no se dieron aumentos salariales por decreto a los sectores formales de la economía, se aceleró la recuperación de los salarios que se viene observando desde mediados de año, incluso en términos reales (ver Sección IV). A diferencia de lo ocurrido hasta ahora, el mayor dinamismo se registró en los salarios pagados en el sector informal con un aumento mensual de 2% desde agosto, luego de mantenerse prácticamente estancados desde la devaluación del peso.

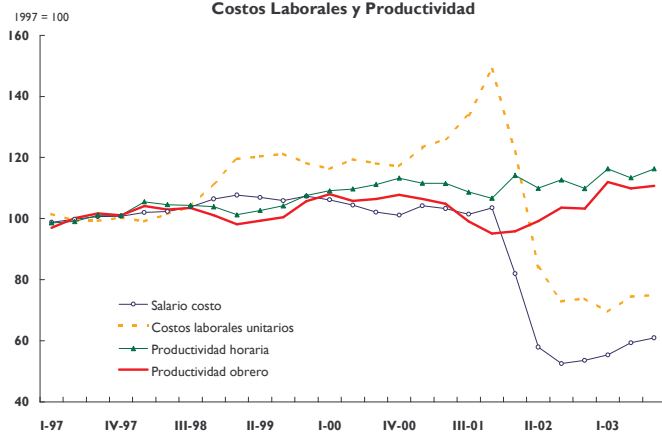
En lo que respecta a las presiones de los salarios sobre el resto de los precios de la economía, cabe destacar que la forma en que fueron dados los aumentos salariales (en forma homogénea para todos los sectores) generó importantes disparidades dado que no todas las actividades tuvieron la misma trayectoria en términos de nivel de actividad y precios. (ver Cuadro VIII.1)

En particular, en la industria, los salarios medidos desde el punto de vista del productor, es decir, deflactados por los precios mayoristas del sector, muestran una continua recuperación desde los mínimos alcanzados en el segundo trimestre de 2002 (ver Gráfico VIII.11). No obstante, los costos laborales medidos por unidad de producto, es decir, los costos laborales unitarios, apenas se recuperaron 2,8% desde los mínimos alcanzados en el tercer trimestre de 2002. Tal comportamiento implica que el crecimiento de los salarios se produce simultáneamente con un aumento en la productividad media.

La dinámica descrita de la productividad y los costos laborales unitarios, revela el fuerte aumento en los márgenes de los sectores productores de bienes transables en términos agregados, por lo que una recomposición del salario nominal en la industria, podría darse sin generar presiones sobre el resto de los precios de la economía, aún en un contexto de crecimiento sin mayores aumentos de la productividad. De todos modos, existen diferencias importantes en la evolución de los diferentes sectores de la industria que pueden generar presiones al alza en los precios en determinadas actividades industriales.

En contrapartida, algunos sectores productores de servicios (los más relegados a partir del cambio en los precios relativos y que también otorgaron aumentos de salarios impulsados por la política homogénea establecida desde el Gobierno) como salud, educación, servicios personales, podrían comenzar a trasladar el aumento en los costos a precios finales en la medida en que continúe el buen desempeño de la demanda interna. En los últimos meses, sin embargo, no se ha registrado esta tendencia, ya que los precios de los servicios no regulados, que desde principios del año pasado venían aumentando en línea con los salarios, desaceleraron su dinámica.

Gráfico VIII.11
Costos Laborales y Productividad



Fuente: INDEC



IX. REM: TERMÓMETRO DE LAS EXPECTATIVAS

IX.1 El Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)

El conocimiento de la evolución de las expectativas resulta un elemento clave en la conducción de la política monetaria, ya que en un régimen de metas de inflación éstas constituyen una variable fundamental para los modelos de previsión de inflación.

Una forma que eligieron una gran cantidad de bancos centrales que operan con metas de inflación para medir las expectativas, es mediante encuestas a instituciones especializadas. Con la ayuda de estas experiencias, el REM fue diseñado para medir las expectativas y adaptado a las características propias de nuestro mercado.

El BCRA publicará semanalmente los resultados para brindar una herramienta adicional al público en general, pero internamente utilizará el REM para detectar, cuando las expectativas se diferencien de las metas propuestas, si se debe mejorar la comunicación o ajustar la política monetaria. Por otra parte, en caso de observarse un alto grado de dispersión en las expectativas, las acciones del BCRA estarán orientadas a facilitar su proceso de convergencia, con el objeto de reducir una fuente importante de incertidumbre a la hora de la toma de decisiones.

Los tres estadísticos publicados para cada variable y para cada período (promedio, mediana y desvío estándar), son útiles para conocer las características de la distribución de las respuestas de los participantes. Si el promedio y la mediana son muy diferentes, la información que podemos obtener es la presencia de valores extremos que influyen en el promedio. Además, un elevado desvío estándar nos puede estar alertando de que los pronósticos son muy dispares (ya que no siempre es sencillo distinguir si la dispersión tiene su origen en cuestiones fundamentales o en problemas de “ruido blanco”), por lo que no hay un fuerte consenso entre los participantes. Esta situación se podría dar si la incertidumbre sobre la evolución de cierta variable es muy importante o porque la interpretación de la realidad que hacen los participantes difiere entre unos y otros.

La participación en el REM es abierta para toda institución interesada que pueda acreditar experiencia en la materia y es absolutamente voluntaria. De esa manera se busca no sesgar la muestra a un subgrupo de participantes elegidos con algún criterio predefinido.

La metodología del REM fue diseñada por el BCRA teniendo en cuenta las observaciones de un grupo de respondentes que participaron voluntariamente de una prueba piloto, y la adaptación para nuestro país de las encuestas de otros bancos centrales y empresas privadas que se dedican al seguimiento de las expectativas de los analistas a nivel mundial y regional.

Las variables relevadas fueron elegidas específicamente para resumir y caracterizar la evolución macroeconómica de corto y mediano plazo. Se seleccionaron tanto indicadores que reflejan la marcha de los precios, el nivel de actividad económica y del empleo, como las perspectivas sobre el sector externo, las finanzas públicas y los principales agregados monetarios.



Para el seguimiento del corto plazo se están encuestando proyecciones mensuales, mientras que para un escenario de mediano plazo se relevan previsiones trimestrales y anuales. En todos los casos, se encuestan las estimaciones de dos períodos (mensual o trimestral) y de dos años (del año en curso y del siguiente).

En esta primera etapa fueron invitadas a participar 105 instituciones, incluyendo universidades, fundaciones, centros de estudio, consultoras privadas, bancos, bancos de inversión y *brokers*, tanto de nuestro país como del exterior. Hasta la primera semana de enero de 2004, se incorporaron al REM 53 participantes de los cuales 38 ya ingresaron sus estimaciones para la mayoría de las variables relevadas. A modo de ejemplo Brasil, que comenzó en 1999 con 20 respondientes, cuenta hoy con 90.

Los principales resultados del REM (promedio, mediana y desvío estándar) serán publicados semanalmente en la página web del BCRA los días jueves.

El promedio es una buena medida central de la distribución de las respuestas en la medida de que no haya valores extremos en las respuestas, tanto muy grandes como muy pequeños, que hagan que éste pierda relevancia.

En esos casos, la mediana pasa a ser el mejor indicador de la respuesta más representativa (indica que la mitad de las respuestas son menores o iguales a ella y la otra mitad son mayores o iguales), pues los valores extremos no la afectan.

Finalmente, el desvío estándar es una buena medida de la concentración de las respuestas alrededor del promedio. Cuando el desvío es elevado sabremos que las respuestas fueron más dispersas y el arte del analista será el de saber diferenciar si esto se debe a la incertidumbre sobre la evolución de esa variable o si los participantes, con la misma información disponible, hacen interpretaciones diferentes de la realidad.

En ningún momento y bajo ningún concepto se publicarán, formal o informalmente, las estimaciones individuales de los participantes en el REM. El BCRA ha tomado todas las medidas a su alcance para asegurar la protección de los datos recibidos. Entre ellas, la utilización de un sitio web con estrictas normas de seguridad para el ingreso de las proyecciones. Asimismo, el acceso a los datos individuales de los participantes, incluso dentro del Banco Central, está restringido a un número reducido de personas. Adicionalmente, el BCRA firmó un acuerdo de confidencialidad con los participantes para brindarle todas las garantías necesarias sobre el tratamiento que se les dará a los datos que proporcionen.

La metodología del REM que incluye la descripción de las variables relevadas, el cálculo de cada uno de los rankings y el sistema de ingreso de datos, el cronograma de difusión, el listado de participantes y los resultados semanales se encuentran disponibles en el sitio web del BCRA www.bcra.gov.ar



Apartado 6. Transparencia y Comunicación

Tan importante como lo que hace el BCRA es cómo lo comunica. Es por ello que en los últimos meses se han multiplicado los informes de la institución, para reeditar publicaciones suspendidas durante la crisis y agregar una serie de informes inéditos que permiten hacer un seguimiento más acabado de sus acciones y de su impacto en la economía de todos los días. Esta transparencia debería llevar a una convergencia más acabada entre las expectativas de inflación de la población y las metas perseguidas desde el BCRA, a una mayor previsibilidad de las acciones de la autoridad monetaria y a un mayor control de sus yerros y aciertos. De poco serviría el esfuerzo fundacional que se realiza en varias dimensiones si no se lo comunica adecuadamente al público en general.

Cuadro 1
Publicaciones del Banco Central

Anual Informe al Congreso de la Nación	Quincenales Informe sobre Medidas Cautelares
Semestral Boletín de Estabilidad del Sistema Financiero	Semanales REM (nuevo) Informe de Cambios (nuevo) Informe de Lebac y Nobac (nuevo)
Trimestral Informe de Inflación (nuevo)	Diarios Informe Monetario y Financiero (nuevo) Seguimiento de las metas con el FMI (nuevo) Seguimiento del Programa Monetario (nuevo)
Mensuales Informe sobre Bancos (nuevo) Informe Monetario Mensual Informe de Entidades Financieras Boletín Estadístico Evolución del Mercado de Cambios (nuevo) Seguimiento del Programa Monetario (nuevo)	Otros Notas Técnicas Documentos de Trabajo

El documento más importante para la comunicación de la política monetaria es el **Informe de Inflación**, una herramienta de análisis que tienen todos los Bancos Centrales del mundo que operan con esquemas de metas de inflación. El Informe de Inflación es el documento más completo sobre cómo ve el BCRA la evolución global de la economía y las perspectivas de inflación. Desde octubre de 2003 se publica trimestralmente y a través de su lectura se puede comprender el contexto y la información desde la cual ésta entidad toma sus decisiones de política monetaria.

Entre las novedades más recientes, a principios de enero se lanzó el **Relevamiento de Expectativas del Mercado (REM)**, un informe semanal que reúne los pronósticos macroeconómicos de aproximadamente 40 analistas locales e internacionales. Se invitaron a 105 participantes, incluyendo consultores, bancos privados, universidades, centros de investigación y semanalmente se estará informando a través del sitio web del BCRA las perspectivas que ellos tienen sobre las 23 variables económicas más relevantes. Los pronósticos del mercado sirven al público para entender mejor lo que está pasando y lo que puede suceder en la economía y para el BCRA es una herramienta que aporta información adicional en el diseño de la política monetaria.

Un análisis más amplio de la evolución mensual del crédito, los depósitos, las tasas de interés, los distintos agregados monetarios, y el mercado de capitales, se brinda en el **Informe Monetario Mensual**, una publicación vigente desde julio de 2002. A su vez, semestralmente se publica el **Boletín Monetario y Financiero** donde se resume el comportamiento de las variables monetarias en el año y de la economía en general.

La necesidad de seguir de cerca la evolución del sistema bancario después de la crisis embarcó a esta entidad en un nuevo proyecto: el **Boletín de Estabilidad del Sistema Financiero**, un documento semestral que continúa el análisis que hasta ahora se realiza a través del Boletín Monetario y Financiero. Se complementa con el **Informe sobre Bancos**, una publicación mensual que analiza el desempeño del sector bancario a través de la información de balances, incluyendo una estimación de los flujos de fondos, cambios en su estructura patrimonial y aspectos vinculados con la liquidez, solvencia, rentabilidad y riesgos. Comenzó a publicarse en noviembre de 2003. Para completar la información que brinda ese documento se publica el tradicional **Informe de Entidades Financieras** donde se recopilan todas las estadísticas de carácter público del sistema financiero.

Con el abandono del régimen de convertibilidad, el BCRA recuperó el control de la política monetaria y desde entonces cada año presenta su **Programa Monetario** anual al Senado donde se pautan una serie de metas para los agregados monetarios más significativos. La publicación del **Programa Monetario** (que se desarrolla minuciosamente en el Informe de Inflación) está acompañada a lo largo del año por una publicación trimestral que monitorea el cumplimiento o desvío de las pautas asumidas. A su vez, cada día en la página web del BCRA se difunde el **Informe Monetario Diario** con los valores actualizados de base monetaria, reservas, tasas, depósitos, el seguimiento diario del programa monetario y la explicación de los factores que operan en la variación registrada en los principales agregados monetarios. A través del **Seguimiento del Programa Monetario** se mantiene informada a la opinión pública acerca del cumplimiento de las metas pautadas.



Desde que el BCRA interviene en el mercado de divisas, se difunden mensualmente los resultados de sus operaciones en la publicación **Evolución del Mercado de Cambios**. En este informe se analiza detalladamente el desarrollo de las principales operaciones cursadas a través del mercado de cambios y se presenta el resultado del balance cambiario. Anticipando esta publicación, semanalmente se difunde el **Informe de Cambios** con los montos de divisas liquidados en la semana, la compra neta diaria de divisas realizadas por el BCRA, las operaciones entre terceros y el valor del peso en el mercado de futuros.

Semanalmente, se publica el **Informe de LEBAC y NOBAC**, que describe la evolución de los títulos emitidos por el BCRA, el resultado de la licitación semanal, y demás cifras de interés.

De carácter más institucional, cada año el BCRA eleva al Congreso un informe (**Informe al Congreso de la Nación**) donde se especifican las actividades realizadas durante el año y se incluye el detalle del sistema de pagos, las reestructuraciones realizadas en el sistema financiero, las actuaciones en materia judicial y el balance general.

Todos estos documentos pueden obtenerse a través de la página web del BCRA, www.bcra.gov.ar, en la cual se puede recabar información adicional referida al sistema financiero y la evolución de la economía.



IX.2 Resultados de la primera semana

En el cuadro que se acompaña pueden verse los valores medios, mediana y desvío para las variables del REM según la frecuencia y el tipo de índice. Estos datos surgen de los datos remitidos por 38 de los respondentes en la primer semana de enero, fecha en la cual el REM entró en régimen.

Cuadro IX.1
Resultados del REM
(semana del 07/01/2004)

1) Variables de frecuencia mensual

	2004-DIC		
	Promedio	Mediana	Desvío
IPC: var. 12 meses; en %	7,3	7,5	1,7

	2003-DIC			2004-ENE			2004-FEB			2004-ANL			2005-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
Precios															
IPC: var. mensual; en %				0,9	0,9	0,4	0,5	0,4	0,2	5,9	5,6	2,0	6,8	6,4	2,4
IPC: var. anual; en % (diciembre-diciembre)										7,5	7,5	1,4	7,0	5,9	2,7
Índice de Salarios Nivel General: var. mensual; en %	0,70	0,70	0,36	1,11	0,93	0,72				9,96	10,00	4,02	8,40	8,00	3,87
Monetarias y Financieras															
Base Monetaria Amplia: prom. mensual; en mill. de \$				46.611	46.800	950	47.379	47.200	988	54.089	53.745	2.332	59.455	59.334	4.184
Depósitos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual; en mill. de \$				73.951	73.880	2.322	74.988	74.580	2.154	85.178	84.450	6.063	93.544	95.000	7.021
Préstamos Totales Sector Priv. no Financiero (\$ y US\$): prom. mensual; en mill. de \$				30.901	31.030	628	31.304	31.300	390	36.698	36.500	2.568	44.071	42.000	5.877
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días (fin del período); en %				3,64	3,75	0,79	3,75	3,80	0,88	5,94	5,60	2,33	6,21	5,25	2,97
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año (fin del período); en %				8,0	8,2	1,6	8,0	8,2	1,7	9,2	9,0	3,0	8,8	8,0	3,7
Tipo de Cambio Nominal: fin del período; \$/US\$				2,92	2,91	0,05	2,92	2,91	0,07	3,00	3,00	0,11	3,10	3,10	0,17
Actividad Económica															
EMAE: var. interanual; en % *	9,2	9,5	1,7							6,8	6,5	1,0	4,8	4,5	1,7
EMI: var. interanual; en %	14,9	15,5	3,1	12,3	12,7	2,7				10,8	10,5	3,2	7,5	7,0	3,7
Sector Externo															
Exportaciones; en mill. de US\$	2.307	2.318	150	2.309	2.296	143				31.604	31.740	976	33.509	33.600	1.349
Importaciones; en mill. de US\$	1.329	1.309	100	1.277	1.273	139				17.238	17.160	1.340	19.790	19.899	1.729
Fiscales															
Recaudación Tributaria Nacional; en mill. de \$				6.889	6.802	402	6.295	6.283	390	82.128	82.708	4.057	89.190	89.105	5.290
Resultado Primario del SPNF; en mill. de \$	20	31	430	996	980	261				11.091	11.000	1.838	12.705	12.600	2.990

2) Variables de frecuencia trimestral

	2003-TR4			2004-TR1			2004-TR2			2004-ANL			2005-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío	Promedio	Mediana	Desvío
Actividad Económica															
PBI a precios constantes: var. interanual; en %	8,7	9,0	1,4	8,0	8,1	1,6				6,5	6,2	0,8	4,4	4,1	1,3
PBI a precios corrientes; en mill. de \$										421.376	420.326	11.857	464.857	460.000	22.273
Consumo Total a precios constantes: var. interanual; en %	8,6	8,8	1,4	8,7	8,4	1,1				6,6	6,6	0,8	4,7	4,5	1,5
Inversión Bruta Interna Fija a precios constantes; variación interanual; en %	33,9	35,0	9,4	27,4	26,8	7,0				20,4	18,6	6,8	11,3	10,5	6,4
Tasa de desocupación; en %				15,3	15,3	0,8	14,8	14,5	1,1	14,1	13,9	1,0	13,2	13,1	1,1
Sector Externo															
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mill. de US\$	1.271	1.276	420	1.289	1.223	448				5.342	5.440	1.285	4.229	4.270	1.287
Monetarias y Financieras															
Reservas Internacionales: fin de período; en mill. de US\$				14.707	14.510	504	15.647	15.800	745	16.809	16.700	1.059	18.541	18.350	2.458





GLOSARIO DE ABREVIATURAS Y SIGLAS

\$: Pesos argentinos

ADEFA: Asociación de Fábricas de Automotores

AFIP: Administración Federal de Ingresos Públicos

AFJP: Administradora de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

AIN: Activos Internos Netos

AMR: Aplicación Mínima de Recursos

ASEAN: Association of Southeast Asian Nations

AT: Adelantos Transitorios del BCRA a la Tesorería General de la Nación

Badlar: Tasa de interés promedio ponderado por monto, correspondiente a depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días de plazo y de más de un millón (de pesos o de dólares)

BCB: Banco Central de Brasil

BCBA: Bolsa de Comercio de Buenos Aires

BCE: Banco Central Europeo

BCRA: Banco Central de la República Argentina

BID: Banco Interamericano de Desarrollo

BIRF: Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento

BMA: Base Monetaria Amplia. Definida como la circulación monetaria en pesos, la cuenta corriente en pesos de las entidades financieras en BCRA, más el stock de cuasimonedas.

BODEN: Bonos del Estado Nacional

CEDRO: Certificado de Depósitos Reprogramados

CER: Coeficiente de Estabilización de Referencia

CIARA: Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina

Copom: Comité de Política Monetaria (Brasil)

CyE: Combustibles y Energía

DGI: Dirección General Impositiva

ECOFIN: Consejo de Ministros de Economía y Finanzas (Unión Europea)

EEB: Encefalopatía Espongiforme Bovina

EM: Efectivo Mínimo

EMAE: Estimador Mensual de Actividad Económica

EMBI: Emerging Markets Bond Index

EMI: Estimador Mensual Industrial

EPH continua: Nueva Encuesta Permanente de Hogares

EPH puntual: Encuesta Permanente de Hogares Tradicional

EPH: Encuesta Permanente de Hogares

Eurostat: Oficina de Estadística de la Unión Europea

FCI: Fondos Comunes de Inversión

FIEL: Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

FMI: Fondo Monetario Internacional

FOMC: Comité Federal de Mercado Abierto (EE.UU.)

FONAVI: Fondo Nacional para la Vivienda

FUCO: Fondo Unificado de Cuentas Corrientes Oficiales

G-7: Grupo de los siete

ha: Hectárea

i.a.: Interanual

IBGE: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (Brasil)

IBIF: Inversión Bruta Interna Fija

ICC: Índice del Costo de la Construcción

IDCCB: Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias

IFI: Instituciones Financieras Internacionales: FMI, BID y BIRF

INARSS: Instituto Nacional de los Recursos de la Seguridad Social

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos

IPC: Índice de Precios al Consumidor

IPCA: Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

IPIM: Índice de Precios Internos al Por Mayor

IPMP: Índice de Precios de las Materias Primas

ISAC: Índice Sintético de Actividad de la Construcción

ISSP: Indicador Sintético de Servicios Públicos

IVA: Impuesto al Valor Agregado

LEBAC: Letras del Banco Central (Argentina)



LECOP: Letras de Cancelación de Obligaciones Provinciales

LFCE: LatinFocus Consensus Forecast

LIBOR: London InterBank Offered Rate

M0 Amplio: M0 más 60% del stock de cuasimonedas

M0: Billetes y monedas

M1: M0 más cuentas corrientes (en pesos y dólares), netas de FUCO

M2: M1 más cajas de ahorro en pesos y cajas de ahorro en dólares (50% de su saldo)

M3: M2 (con cajas de ahorro en dólares al 100% de su saldo) más depósitos a plazo fijo (pesos y dólares), incluyendo CEDRO con CER.

MAE: Mercado Abierto Electrónico

MERCOSUR: Mercado Común del Sur (bloque compuesto por Argentina, Brasil, Paraguay y Uruguay)

MERVAL: Mercado de Valores de Buenos Aires

MI: Metas de Inflación

MOA: Manufacturas de Origen Agropecuario

MOI: Manufacturas de Origen Industrial

MRO: Main Refinancing Operations (tasa de interés de referencia del Banco Central Europeo)

MULC: Mercado Único y Libre de Cambios

NAFTA: North American Free Trade Agreement

NDF: Non-Deliverable Forward (Mercado de futuros del tipo de cambio)

NOBAC: Notas del Banco Central (Argentina)

OCDE: Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

OPEP: Organización de Países Exportadores de Petróleo

p.p.: Puntos porcentuales

p.b.: Puntos básicos

PDI: Past Due Interest

PEA: Población Económicamente Activa

PFO: Programa de Financiamiento Ordenado

PGN: Préstamos Garantizados Nacionales

PIB: Producto Interno Bruto

PP: Productos Primarios

PUM: Programa de Unificación Monetaria

R\$: Reales brasileños

REM: Relevamiento de Expectativas de Mercado

RIN: Reservas Internacionales Netas

s.e.: Serie sin estacionalidad

SAGPyA: Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos

SECEX: Secretaría de Comercio Exterior (Brasil)

Selic: Sistema Especial de Liquidação e de Custodia (tasa de interés de referencia del BCB)

SIJP: Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones

SIOPEL: Sistema de Operaciones Electrónicas

SISCEN: Sistema Centralizado de Requerimientos Informativos del BCRA

SPNF: Sector Público Nacional no Financiero

S&P: Standard & Poor's

TCNM: Tipo de cambio nominal multilateral

TCRM: Tipo de cambio real multilateral

TGN: Tesorería General de la Nación

TIR: Tasa Interna de Retorno

TNA: Tasa Nominal Anual

U.E.: Unión Europea

UADE: Universidad Argentina de la Empresa

UCI: Utilización de la capacidad instalada

US\$: Dólares estadounidenses

USDA: Departamento de Agricultura de los Estados Unidos

UST: United States Treasury

UTDT: Universidad Torcuato Di Tella

VA: Valor agregado

var.: variación

VR: Valor residual

WTI: West Texas Intermediate (petróleo de referencia de Argentina)