

# INFORME DE INFLACIÓN



---

Banco Central  
de la República Argentina

---

Segundo Trimestre de 2004



---

# INFORME DE INFLACIÓN

---

Banco Central  
de la República Argentina

---

Segundo Trimestre de 2004

---



Banco Central de la República Argentina

---

Abril 2004  
ISSN: 1668-0561  
Edición electrónica

Reconquista 266  
Capital Federal, Argentina  
C1003ABF. Tel.: 4348-3500  
[www.bcra.gov.ar](http://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](mailto: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 6 de abril, día de difusión del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de marzo de 2003. La próxima publicación del Informe de Inflación, correspondiente al tercer trimestre de 2004, será el 21 de julio a través de internet.*

Buenos Aires, 21 de abril de 2004





## Índice

I.	Visión Institucional	7
II.	Contexto Internacional	11
	<b>Apartado 1. <i>El precio de las materias primas y su impacto en otras variables</i></b>	16
III.	Actividad Económica	19
	<b>Apartado 2. <i>Impacto macroeconómico de una eventual escasez de gas en 2004</i></b>	22
	<b>Apartado 3. <i>La brecha del PIB y la aceleración de la inversión</i></b>	24
IV.	Empleo y Salarios	31
	<b>Apartado 4. <i>El beneficio social del crecimiento sin inflación</i></b>	35
V.	Sector Externo	37
	<b>Apartado 5. <i>La incidencia de Brasil</i></b>	41
VI.	Finanzas Públicas	43
	<b>Apartado 6. <i>El Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias y el retorno del crédito</i></b>	47
VII.	Política Monetaria y Mercado de Activos	49
VIII.	Inflación	59
IX.	Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)	65
	Resultados del REM	67
	Glosario de Abreviaturas y Siglas	69





## II. VISIÓN INSTITUCIONAL

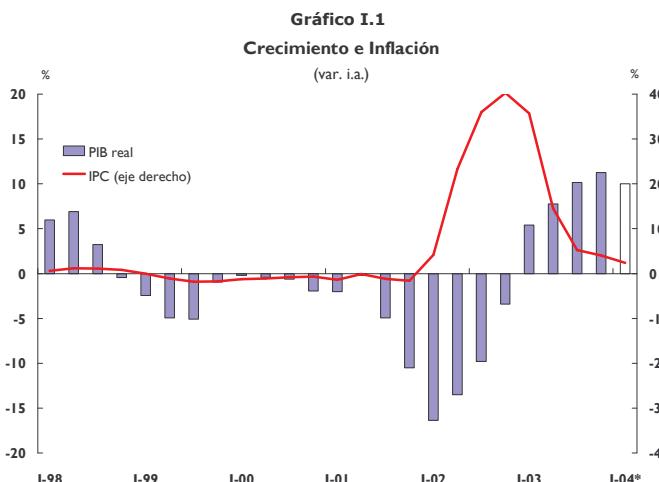
La dinámica macroeconómica que caracterizó al año 2003, compuesta por un crecimiento del PIB real trimestral a tasas anualizadas de dos dígitos y una inflación interanual decreciente, se extendió también a los primeros meses del año en curso. Se estima que la economía creció a una tasa anual de 10% durante el primer trimestre de 2004, mientras que la inflación minorista cayó del 3,7% interanual (i.a.) en diciembre a 2,3% i.a. en marzo. Si bien para ambas variables los resultados fueron mejores a los esperados por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), mantenemos nuestro pronóstico de tres meses atrás: una gradual desaceleración del crecimiento, un leve repunte del Índice de Precios al Consumidor (IPC) y una caída adicional de la tasa de desempleo en los trimestres que siguen.

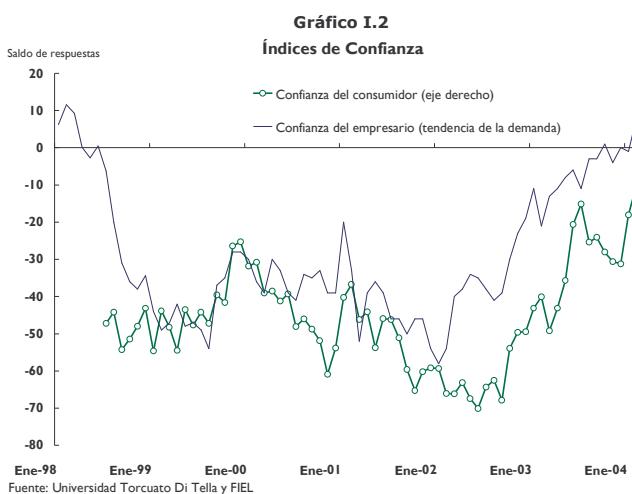
En cuanto a la inflación minorista, el IPC aumentó 1,1% en el primer trimestre de 2004, menos de la mitad que en el primer trimestre del año pasado. Excluyendo el impacto de los aumentos de precios “de una sola vez” la inflación acumulada del trimestre fue de tan sólo 0,8%. Si bien este ritmo de inflación (entre 3% y 4% anualizada) está todavía por debajo del rango previsto en el Programa Monetario, no es aconsejable una revisión prematura de las pautas de expansión monetaria delineadas en el mismo.

En efecto, la tasa de inflación de hoy no dista mucho del objetivo del BCRA para el largo plazo. Sin embargo, 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, liderados ya sea 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.

En los primeros tres meses del año hemos visto los primeros aumentos relacionados con tarifas (precio mayorista de energía, taxis en Buenos Aires) y modificaciones impositivas (cigarrillos). Por el lado de los salarios, su ritmo de crecimiento no se ha acelerado pero sigue excediendo los aumentos de diversos índices de precios de bienes y servicios (producto de la bienvenida recuperación del mercado laboral) pudiendo repercutir en un traslado ulterior a precios en sectores no transables o menos competitivos. En tanto, la aparente caída de los márgenes de comercialización minoristas en el trimestre pasado sólo puede representar la postergación de una inevitable recomposición de los mismos en el marco de una economía que crece de la mano del consumo. En lo que respecta al precio de los servicios regulados, subsiste la misma incertidumbre de tres meses atrás acerca de los tiempos y magnitudes de potenciales ajustes, si bien la situación de relativa escasez que pudiera ocurrir en el mercado energético permite prever algún impacto, aunque muy moderado, en el IPC en los próximos meses (ver Apartado 2).

Las fuerzas mencionadas arriba irán llevando entonces la tasa interanual de inflación minorista de 2,3% actual a niveles cercanos a 5% a fines del trimestre en curso, cerrando el año levemente por debajo de 7%.





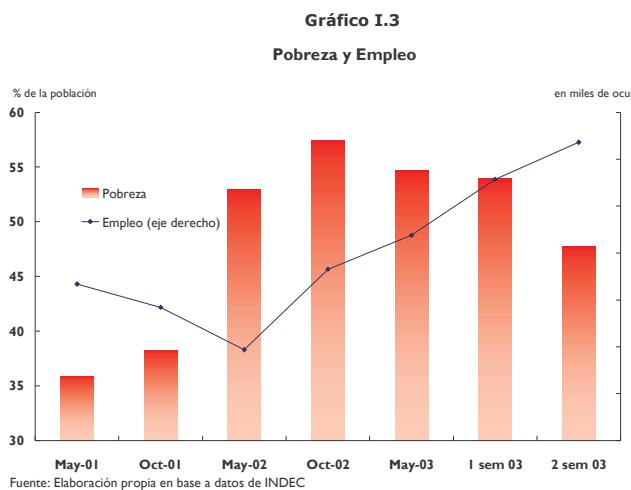
En relación a la marcha del ciclo económico, persisten las condiciones favorables que han dinamizado la recuperación de la demanda interna (tasas de interés históricamente bajas, tipo de cambio competitivo, estabilidad de precios, ausencia de restricción fiscal o externa), a las que ahora hay que sumarle la paulatina recuperación del crédito. Sin embargo, no es esperable que este ritmo de expansión de la demanda pueda ser igualado indefinidamente por la oferta que hoy crece en gran medida por el progresivo empleo de recursos ociosos. A medida que la economía se acerca a la plena utilización de sus factores de producción, es lógico esperar una desaceleración en el ritmo de crecimiento. En consecuencia, el BCRA proyecta un aumento del PIB real de 5,5% interanual en el cuarto trimestre, lo que implicaría una expansión promedio de la economía durante 2004 superior a 8% (comparado con nuestro pronóstico de 6%, de tres meses atrás).

Desde el punto de vista del gasto, se observa un marcado predominio del consumo, explicado fundamentalmente por los mayores niveles de empleo y salarios, la mejora en la distribución del ingreso a favor de los sectores asalariados y el efecto riqueza generado por una mayor estabilidad laboral, así como por tasas de interés en sus mínimos históricos y mayores ingresos asociados al sector externo. La inversión, por su parte, apuntalada por la baja de tasas de interés y la menor incertidumbre acerca de la evolución de la economía, sigue creciendo a tasas interanuales superiores a 40%, poniendo fin a la caída del stock de capital productivo observada durante dos años consecutivos (ver Apartado 3).

El sector externo seguirá mostrando un fuerte excedente de Cuenta Corriente bajo el concepto de caja en 2004, gracias a un abultado superávit comercial que continúa nutriéndose de un escenario internacional favorable para nuestras exportaciones. Se espera, sin embargo, un superávit menor al registrado durante 2003 producto de un mayor dinamismo de las importaciones (fuertemente ligadas a la evolución del ciclo económico local) aún en un marco de sostenida recuperación de las exportaciones, gracias a mayores precios y un mejor clima económico en nuestro principal socio comercial, Brasil (ver Apartado 5).

Por el lado de la oferta, se observa que aquellos sectores que habían quedado rezagados en el proceso de recuperación están ganando terreno rápidamente, mientras que los sectores productores de bienes ligados a la sustitución de importaciones y las industrias manufactureras están recobrando vigor gracias a la incipiente recuperación de Brasil. Simultáneamente, la reactivación del crédito consolida las perspectivas para la construcción y el consumo, y la firmeza en los precios de los productos primarios permite insinuar que el sector agroexportador mantendrá niveles de actividad récord. En tanto los servicios, que mostraron un menor dinamismo hasta fines de 2003, continúan acompañando la recuperación del consumo, especialmente en comunicaciones y transporte.

A pesar de la vertiginosa recuperación de algunos sectores, todavía existen recursos productivos ociosos a nivel agregado. La utilización global de la capacidad industrial instalada todavía alcanza niveles inferiores al promedio de 1998, a pesar del incremento interanual de más de 6 p.p. durante el primer bimestre de este año. 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.



Los indicadores laborales evidencian una notable mejoría, en donde se destaca un crecimiento del empleo muy por encima de la expansión del producto, redundando en una fuerte caída de los niveles de pobreza (ver Apartado 4). Sólo en un año, la recuperación económica gatilló un aumento del empleo de 11,4%, creando 1,3 millones de puestos de trabajo, lo que constituye un récord histórico. El cambio de precios relativos sesgó la recuperación hacia los sectores intensivos en el uso del factor trabajo. Esta tendencia no se ha visto notoriamente alterada por la importante recuperación de los salarios reales ya que al mismo tiempo los costos laborales unitarios continúan en niveles relativamente bajos como contrapartida de los aumentos de productividad registrados. Para 2004, el BCRA pronostica una caída de la tasa de desempleo de aproximadamente 4 puntos porcentuales.

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 caída del dólar estadounidense contra otras monedas. Asimismo, la fuerte suba del precio de productos agropecuarios muy probablemente continúe durante 2004, aunque el incipiente recalentamiento de la economía china, principal demandante de estos productos, enciende una luz de alerta en el mediano plazo con respecto a la evolución de los precios de los *commodities*. 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 se presenta como el principal factor, toda vez que la sustentabilidad fiscal necesaria para la estabilidad en el largo plazo depende en forma crucial de los resultados de esas negociaciones. Además, la posible escasez relativa de energía, dependiendo del clima en el invierno, es otro factor de riesgo a tener en cuenta, si bien en el corto plazo no se presenta como una amenaza importante ni para el crecimiento de la economía ni para la evolución del nivel de precios.

En este contexto, las variables monetarias muestran un comportamiento acorde con lo esperado. En términos desestacionalizados, entre el cuarto trimestre de 2003 y el primero de 2004, los medios de pago se incrementaron en promedio 8,7%, mientras que los depósitos totales lo hicieron en 4,7%. En relación a la composición de los agregados monetarios, se observa una migración desde los depósitos a plazo hacia las colocaciones a la vista, en parte consecuencia de factores estacionales pero fundamentalmente a raíz de la incidencia del impuesto a los débitos y créditos bancarios sobre el rendimiento de las colocaciones a plazo (ver Apartado 6).

Con el objetivo de consolidar los títulos del BCRA como instrumento que permita fijar una tasa de interés de referencia en un contexto de incumplimiento de parte de la deuda pública, durante el primer trimestre su stock se incrementó en \$2.117 millones, alargándose el plazo promedio de maduración y reduciéndose su costo medio de colocación. Esto, en conjunción con la importante



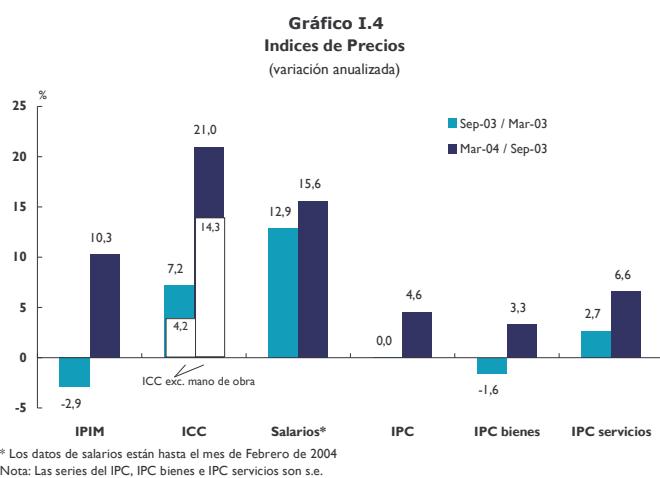
contracción monetaria asociada a pagos netos a Organismos Internacionales y a la recuperación de redescuentos que tuvieron lugar durante el primer trimestre, llevó al BCRA a compensar esa contracción de dinero y continuar abasteciendo la monetización de la economía a través de intervenciones ordenadas en el mercado de cambios. Esta monetización ha permitido apuntalar la recuperación económica para acercarse lo más rápidamente al PIB potencial (el objetivo último de la política monetaria), dando lugar a tasas de interés estables e históricamente bajas y el mayor nivel de reservas internacionales en más de dos años.

La evolución de la creación secundaria de dinero se encuentra íntimamente relacionada a la dinámica del mercado de crédito, y es un ingrediente esencial para estimar la demanda de base monetaria que define la política monetaria. Tal como esperábamos tres meses atrás, la incipiente recuperación del crédito al sector privado en la segunda mitad del año pasado siguió su curso en el primer trimestre de 2004. Este repunte se distribuye en partes iguales entre la banca regional y la extranjera, sin una participación todavía visible de la banca pública en el proceso (aunque posee más del 50% de la capacidad prestable ociosa del sistema que oscila \$10.000 millones). Solamente en marzo, el aumento promedio del crédito al sector privado fue de \$580 millones, el mejor guarismo en seis años. Este incremento del orden de 2% mensual ratifica la tendencia esperada aunque todavía a un ritmo inferior al proyectado en el Programa Monetario, lo que implica que el bienvenido retorno del multiplicador monetario no acarrea aún amenazas por el lado de la expansión monetaria excesiva.

En consecuencia, los riesgos inflacionarios más visibles están asociados a cuellos de botella puntuales en los sectores que más han crecido en los últimos dos años, a la variación de los precios de las materias primas (ver Apartado 1) y a los ajustes de precios rezagados descriptos más arriba (márgenes, salarios, impuestos, tarifas). La escasez relativa de energía confirma que los cuellos de botella no son una amenaza tan distante, aún cuando su impacto en el IPC debería ser prácticamente insignificante, mientras que la aceleración de los costos de la construcción y de los precios mayoristas nos recuerdan que la inflación no será siempre insensible al ritmo de crecimiento de la economía.

Al igual que un año atrás, durante el primer trimestre de 2004 las expectativas de inflación han ido convergiendo rápidamente a los niveles esperados por el BCRA (el Relevamiento de Expectativas de Mercado –REM- espera hoy una inflación de 6.9% durante 2004, frente a un pronóstico de 7.5% a principios de enero) a medida que los agentes económicos se convencían de que el BCRA podía cumplir con el Programa Monetario anunciado. El consenso de pronosticadores coincide con el BCRA en que los ajustes de precios relativos pendientes que no tomaron lugar en el primer trimestre lo harán más adelante: el pronóstico de inflación de los próximos 12 meses (marzo 2004 a marzo 2005) del REM supera por primera vez al del año calendario 2004.

El BCRA debe mantenerse alerta para poder distinguir entre ajustes transitorios y permanentes en la tasa de inflación. El foco de atención debe ir trasladándose a la evolución de precios en 2005, dada la demora en los ajustes previstos para 2004 y las metas de inflación más estrechas establecidas para 2005 (5%-8%).





## II. CONTEXTO INTERNACIONAL

### II.1 Síntesis

*El contexto internacional se mantiene favorable para la economía Argentina. En los últimos meses continuaron las buenas noticias en cuanto a la recuperación económica mundial y se espera para este año una expansión global cercana a 5%, con un aumento de precios minoristas inferior a 2%. Adicionalmente, no se prevén cambios fuertes en las políticas monetarias de los bancos centrales más importantes, lo cual mantendría el escenario de tasas nominales de interés en niveles reducidos, persistiendo entonces la tendencia de flujos de capitales hacia economías emergentes.*

*El crecimiento en el mundo desarrollado, más un altísimo dinamismo en Asia, particularmente en China, mantendrían elevado el nivel de precios de las materias primas que aumentaron 13% en lo que va del año, según el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP), en gran parte por el complejo sojero y los metales.*

*El factor que durante 2003 tuvo un efecto negativo en Argentina, la recesión en Brasil, podría estar cambiando gracias al favorable contexto internacional y a las sucesivas reducciones en la tasa de interés de referencia en el país vecino. De confirmarse la recuperación de su economía, habría un impacto positivo en las exportaciones argentinas y, sobre todo, en las ventas de Manufacturas de Origen Industrial (MOI). El comportamiento de las exportaciones en 2004 ya ha comenzado a reflejar esta situación.*

*Los factores de riesgo están asociados a la incertidumbre geopolítica derivada de la situación en Oriente Medio y su impacto en el crecimiento mundial y en el precio del petróleo y al proceso de ajuste del balance de cuenta corriente en Estados Unidos, que por ahora sólo se ha manifestado en una caída del dólar con respecto a otras monedas. Por último, otro foco de riesgo se relaciona a la posibilidad de que no se concreten los síntomas de que la economía brasileña retoma el crecimiento económico.*

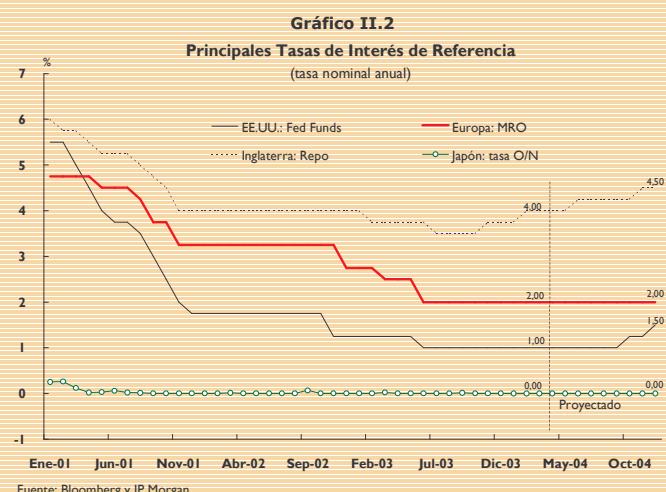
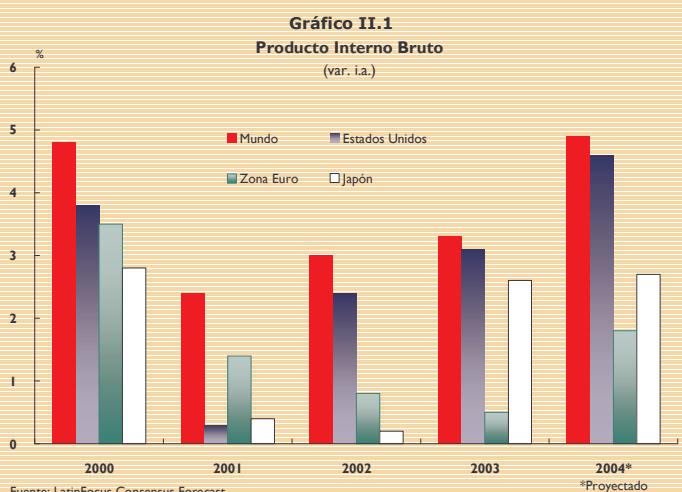
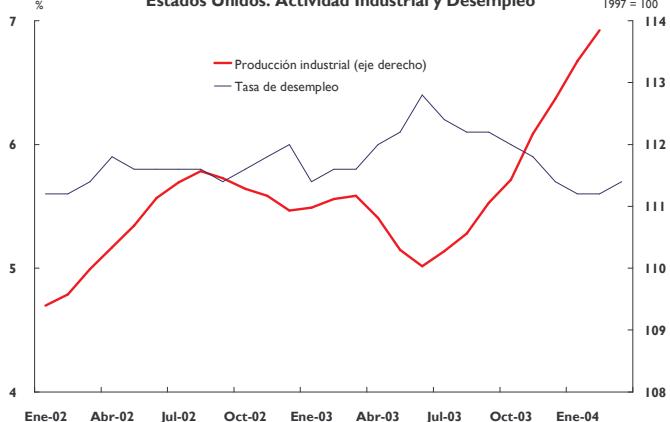




Gráfico II.3

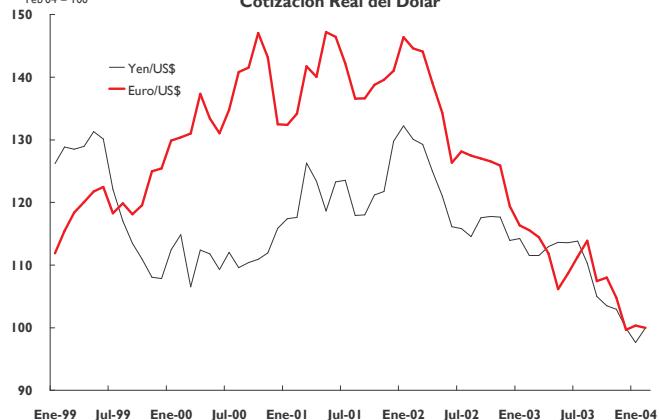
## Estados Unidos. Actividad Industrial y Desempleo



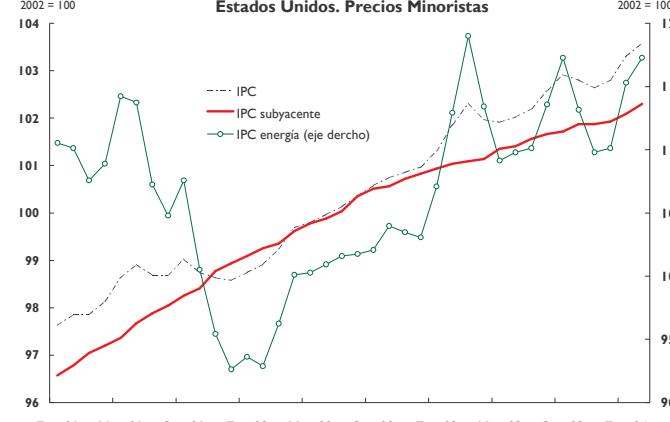
Fuente: Reserva Federal de St. Louis

Gráfico II.4

## Cotización Real del Dólar



Fuente: Bloomberg, Reserva Federal de St. Louis, Banco Central Europeo, Eurostat y Banco de Japón

Gráfico II.5  
Estados Unidos. Precios Minoristas

Fuente: Reserva Federal de St. Louis

## II.2 Estados Unidos

Durante el último trimestre del año pasado, la economía estadounidense creció a una tasa anualizada de 4,1%, impulsada principalmente por la inversión bruta privada y el consumo de las familias, que explicaron casi la totalidad de la expansión del PIB. De esta forma, en todo 2003 la economía creció 3,1% beneficiada, en parte, por los incentivos impositivos decididos por el Gobierno y la política monetaria expansiva. En lo que va del año, la economía continúa mostrando señales de un marcado crecimiento y el consenso de mercado, relevado por LatinFocus Consensus Forecast (LFCF), espera que en 2004 el producto crezca 4,6%.

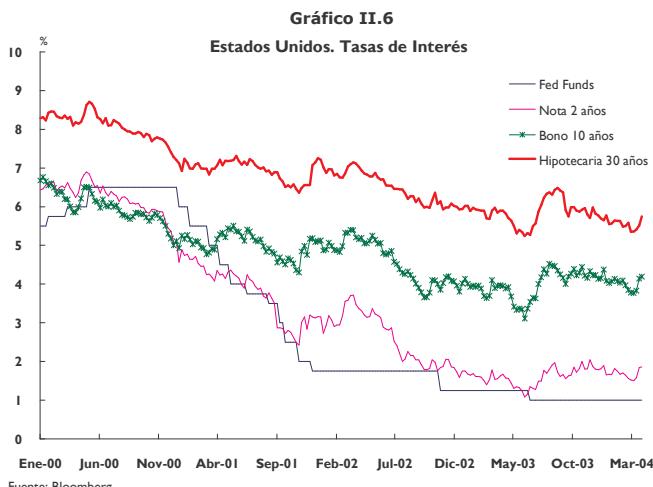
A pesar de la expansión del nivel de actividad, el mercado laboral no mostró señales claras de recuperación hasta marzo (ver Gráfico II.3). Ese mes, la tasa de desempleo subió 0,1 puntos porcentuales (p.p.) hasta 5,7%, aunque se destacó la creación de 308.000 puestos de trabajo. En febrero, en cambio, casi medio millón de personas desempleadas habían decidido dejar de buscar trabajo. En este marco, la confianza de los consumidores descendió marcadamente en el segundo mes del año reflejando la lenta recuperación del mercado laboral y se mantuvo estable en marzo.

El Gobierno presentó a principios de febrero el proyecto de presupuesto para el año fiscal 2005, donde se destaca la proyección de un déficit fiscal sostenido hasta el fin de la década, que alcanzaría su máximo este año (US\$520.000 millones o 4,5% del PIB). Por su parte, el déficit de cuenta corriente sumó 4,5% del PIB en 2003 y llegaría a 5% este año de acuerdo con el consenso de mercado (LFCF). En este escenario, caracterizado además por un diferencial de tasas de interés entre EE.UU. y el resto de las economías desarrolladas, en el primer trimestre el dólar se depreció 8,3% interanual (i.a.) en términos reales con respecto a una canasta de monedas (ver Gráfico II.4).

La inflación continúa situándose en niveles bajos. En febrero, el Índice de Precios al Consumidor registró una variación de 1,7% i.a.. El índice subyacente, que excluye los precios volátiles de los alimentos y la energía, mostró en el segundo mes del año una variación de sólo 1,2% i.a. (ver Gráfico II.5). Así, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC) decidió en su reunión de principios de marzo mantener sin modificaciones el nivel de la tasa de los *Fed Funds* (ver Gráfico II.6).

## II.3 Zona Euro y Asia

Los datos de la zona Euro confirman que la recuperación de la actividad económica continuó en la última parte del año pasado. En el período septiembre-diciembre el PIB creció 0,3% sin estacionalidad (s.e.) con respecto al trimestre anterior (ver Gráfico II.7). A diferencia de lo ocurrido en el tercer trimestre del año pasado, el aumento del PIB en el último período estuvo explicado por el gasto interno, ya que el sector externo tuvo una contribución negativa. Por su parte, el crecimiento de la economía de la zona Euro no está siendo acompañado de una recuperación en el mercado de trabajo. En efecto, la tasa de desempleo se mantiene estable desde marzo del año pasado. No obstante, los indicadores de confianza tanto de los empresarios como de los consumidores continúan mostrando buenas perspectivas con respecto al crecimiento de la actividad económica en la primera parte de este



año. Así, la economía de la zona Euro crecería 1,8% en 2004, de acuerdo con el consenso de mercado (LFCF).

Por su parte, la inflación minorista se redujo en el primer bimestre del año a pesar del incremento de diversos precios regulados y otros aumentos puntuales en algunos países del bloque, llegando a 1,6% i.a. en febrero (ver Gráfico II.8). Para los próximos meses, se espera que la inflación se mantenga por debajo de 2%, siendo el precio de la energía la principal fuente de incertidumbre. En este contexto, el Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo (BCE) ha decidido en su reunión del 5 de febrero mantener en 2% la tasa de interés de referencia.

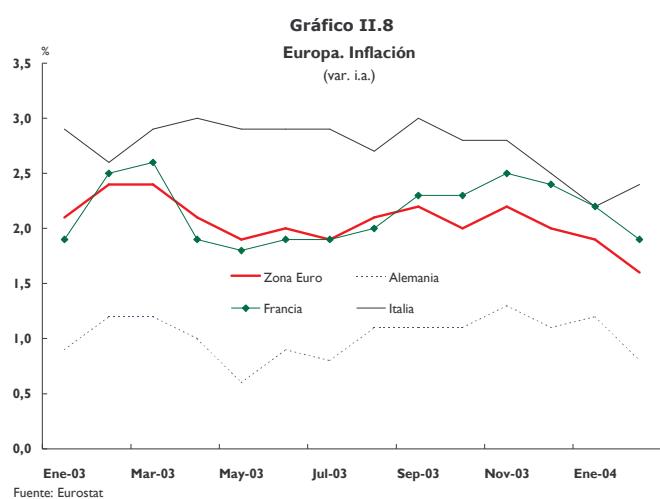
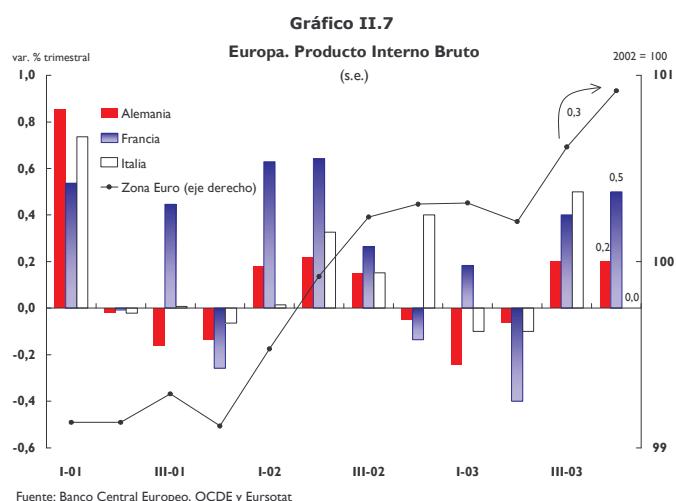
Por otro lado, la economía China creció 9,1% el año pasado, tendencia que se mantuvo en los primeros meses de 2004 tal cual indican las cifras de producción industrial y de venta de automóviles. Se espera así que China siga demandando una gran cantidad de materias primas, especialmente metales para el sector industrial. No obstante, en los últimos meses se registraron algunas presiones inflacionarias que podrían afectar el ritmo de crecimiento económico a través de una suba de las tasas de interés. Con todo, la economía podría crecer este año en torno a 9% aunque esta cifra se reduciría si se verifica un aumento en las tasas de interés que perjudique el aumento de la inversión, que representa aproximadamente 40% del PIB.

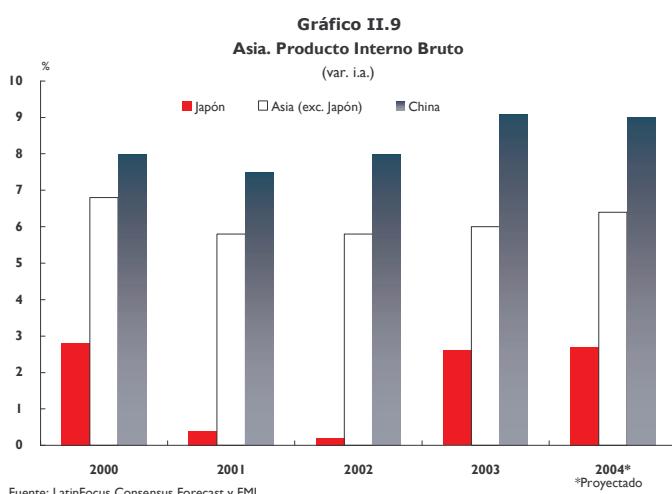
Finalmente, Japón se está expandiendo más rápido de lo esperado y los países de Asia emergente parecen haberse recuperado completamente de la incertidumbre que generó a principios de 2003 la aparición de la epidemia SARS (ver Gráfico II.9). Para este año se proyecta un crecimiento de la economía del continente asiático aún mayor al observado en 2003. Por otro lado, la deflación japonesa persistiría este año y así la tasa de interés de referencia se mantendría en 0% anual.

## II.4 Brasil

En los últimos meses del año pasado se observó una recuperación de la economía brasileña. En el cuarto trimestre, el PIB creció 1,5% s.e. con respecto al período anterior. Esta tendencia creciente se mantuvo en el primer mes de 2004, tal cual lo confirman los datos preliminares de producción industrial y ventas minoristas. No obstante, la economía brasileña cayó 0,2% en 2003. La caída del PIB fue moderada por el excelente desempeño del sector externo que aportó 2,2 p.p., impulsado en mayor parte por el fuerte aumento de las exportaciones. Por su parte, el desempleo volvió a subir en los primeros dos meses del año hasta alcanzar 12% en febrero, luego de haber caído a fines del año pasado por factores estacionales.

Por otro lado, en el primer bimestre se evidenció una aceleración de la inflación. En enero, los precios al consumidor se elevaron, en mayor parte, como consecuencia de las malas condiciones climáticas que generaron un aumento en el precio de los alimentos. Ya en febrero, la suba del Índice de Precios al Consumidor Amplio (IPCA) respondió principalmente a cuestiones estacionales. Así, la inflación anualizada del primer bimestre alcanzó 8,6%, más de 3 p.p. por encima de la meta fijada para 2004.





Sin embargo, el IPCA-15<sup>1</sup> de marzo evidenció una variación positiva de 0,4%, por debajo de las expectativas del mercado, y se espera que la inflación del mes se ubique en torno a ese valor (ver Gráfico II.10). De esta forma, la evolución de los precios minoristas parecería confirmar que los altos niveles de inflación de las primeras semanas del año se deberían a cuestiones excepcionales. En este sentido, el Comité de Política Monetaria (Copom) decidió en su reunión del mes pasado volver a reducir la tasa de interés de referencia 0,25 p.p. para llevarla a 16,25% anual (ver Gráficos II.11 y II.12).

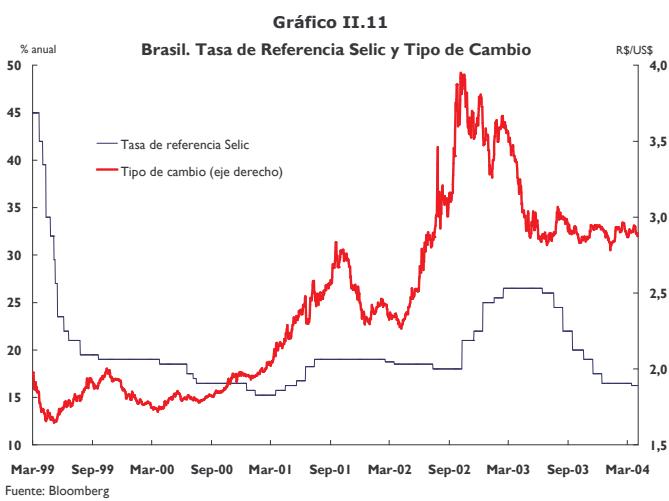
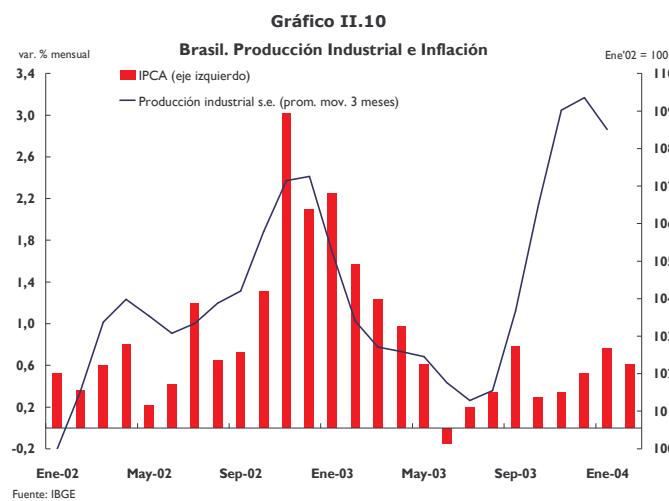
Con todo, la economía crecería este año aproximadamente 3,5%, según la encuesta Focus del Banco Central de Brasil (BCB), impulsada principalmente por la recuperación del gasto interno ante los menores costos de financiación y el favorable contexto internacional. No obstante, los principales riesgos para la economía brasileña continúan relacionados a una aceleración de la inflación y a un endurecimiento de la política monetaria en las economías desarrolladas. En este sentido, una expansión de la economía brasileña inferior a la esperada podría afectar las exportaciones argentinas impactando negativamente en la tasa de crecimiento del PIB.

## II.5 Precios de las Materias Primas

Los precios de las materias primas continuaron subiendo en los últimos meses. En efecto, el Índice de Precios de las Materias Primas (IPMP) creció 13% en lo que va del año impulsado, en mayor parte, por el complejo sojero y los metales (ver Gráfico II.13). En adelante, los precios de los productos agrícolas podrían caer dada la recomposición de los stocks, sobre todo de oleaginosas. En cambio, el valor de los metales continuaría subiendo, al acompañar el marcado crecimiento económico, y la evolución del precio del petróleo estará fuertemente ligada al escenario geopolítico mundial. Así, se espera que en los próximos meses el IPMP se mantenga en torno a los valores alcanzados recientemente, cercanos al máximo de la serie observado en 1996.

En el primer trimestre de 2004, los precios del complejo sojero registraron una importante suba. Mientras que las tortas aumentaron 16%, los porotos evidenciaron un alza aún mayor que alcanzó 24%. El incremento en los precios respondió fundamentalmente a los bajos niveles de stocks por la mala cosecha del otoño pasado en Estados Unidos y a las perspectivas poco favorables con respecto a las campañas en Brasil y Argentina dado el mal clima de los últimos meses. Sin embargo, dada la atracción que generan los valores actuales, se estima que EE.UU. destinará este año un área 3% mayor a la de 2003 para la plantación de la oleaginosa, récord histórico para ese cultivo. De esta forma, si en los primeros meses del cultivo se dan buenas condiciones climáticas en Estados Unidos, los precios de los productos del complejo sojero podrían caer hacia el segundo semestre, cuando se coseche la producción en América del Norte.

Por su parte, en los primeros tres meses del año, los precios del maíz y el trigo registraron variaciones de 15% y -1%,



<sup>1</sup> El IPCA-15 difiere del IPCA en el período de recolección de datos. Mientras que el IPCA mide las variaciones de precios entre meses calendario, el IPCA-15 refleja las variaciones de los treinta días comprendidos entre la segunda quincena de un mes y la primera quincena del mes siguiente, con respecto al período anterior.

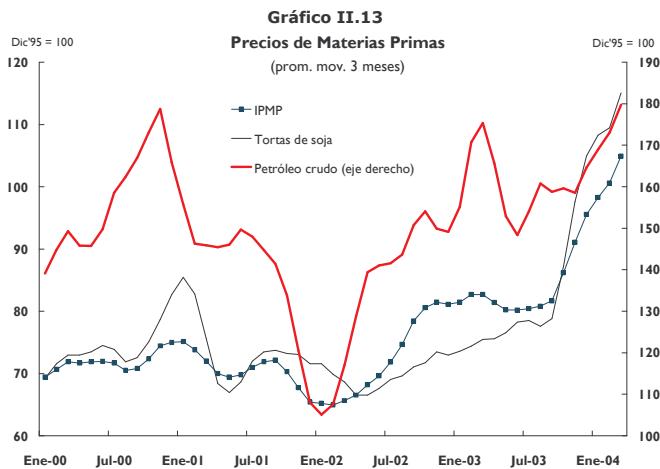


Fuente: Bloomberg

respectivamente. Los stocks de maíz han caído significativamente en los últimos meses y sólo una considerable cosecha en EE.UU. podría recomponer los niveles de existencias. Así, el precio de este cereal podría subir en los próximos meses, dependiendo de las perspectivas existentes con respecto a la cosecha en Estados Unidos. La cotización del trigo, por su parte, se mantendría estable dado que se han registrado incrementos tanto en la oferta, como en el consumo esperado.

Por otro lado, se espera que los precios de los metales continúen mostrando una tendencia firme durante el año, impulsados principalmente por la mayor demanda de los países industrializados y China. Además, el bajo nivel de inversiones de los últimos años en algunos sectores productores de metales básicos, podría generar mayores presiones al alza en el precio de algunos de estos productos.

Finalmente, en las últimas semanas se sucedieron distintos hechos en el escenario geopolítico mundial que afectaron la cotización del barril de petróleo. El nuevo atentado terrorista ocurrido en Madrid en marzo pasado y la escalada de violencia en Medio Oriente provocaron mayor presión al alza en el precio del petróleo crudo, ante la posibilidad de que surjan restricciones de oferta. Por su parte, la OPEP decidió reducir en 1 millón de barriles diarios su oferta de petróleo a partir del 1º de abril, al considerar que la demanda descendería entre abril y junio por cuestiones estacionales. En este contexto, el barril *West Texas Intermediate* (WTI) subió casi 20% desde fines del año pasado y superó los US\$38, para alcanzar valores similares a los registrados en la víspera de la Guerra del Golfo, a fines de 1990.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial



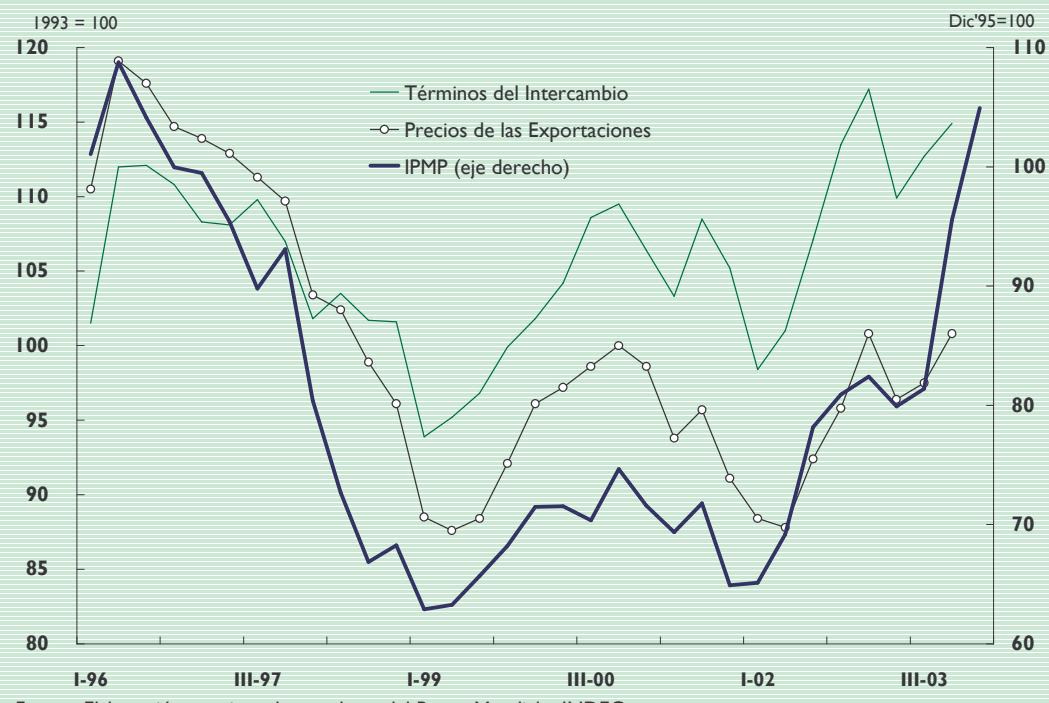
### Apartado 1. El precio de las materias primas y su impacto en otras variables

En un país con las características de Argentina, donde las exportaciones están directa o indirectamente muy relacionadas con la comercialización de materias primas, el precio de estos bienes es un factor determinante del valor de las exportaciones y la recaudación tributaria y un indicador líder de la inflación. En efecto, la evolución del precio de las materias primas determina la dinámica de los precios locales de ciertos bienes, actuando mayormente sobre los precios mayoristas y algunos alimentos en el caso de los minoristas.

El efecto sobre los índices de precios internos es más rápido que el efecto sobre el nivel de actividad. Para tratar de medir e incluso anticipar aquel impacto, el BCRA trabaja en dos frentes para proyectar la evolución de los precios de las materias primas. El primero, se concentra en el corto plazo y es la elaboración del Índice de Precios de las Materias Primas<sup>2</sup> (IPMP) y el segundo, con una perspectiva de mediano y largo plazo, consiste en realizar estimaciones sobre la base de los precios en los mercados de futuros y de otros indicadores sectoriales.

El IPMP brinda un seguimiento de la evolución promedio de los precios de los *commodities* más relevantes en las exportaciones argentinas y su evolución y metodología pueden encontrarse en la página web del BCRA ([www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)). Este índice constituye una buena aproximación a la evolución de corto plazo de los términos del intercambio, dado que los precios de las importaciones y del resto de las exportaciones son relativamente más estables en el corto plazo, factor que responde mayormente a la estructura de las compras externas argentinas concentrada en manufacturas de productos industriales (ver Gráfico N° 1).

**Gráfico N° 1: IPMP, Términos del Intercambio y Precios de las Exportaciones  
(en dólares)**

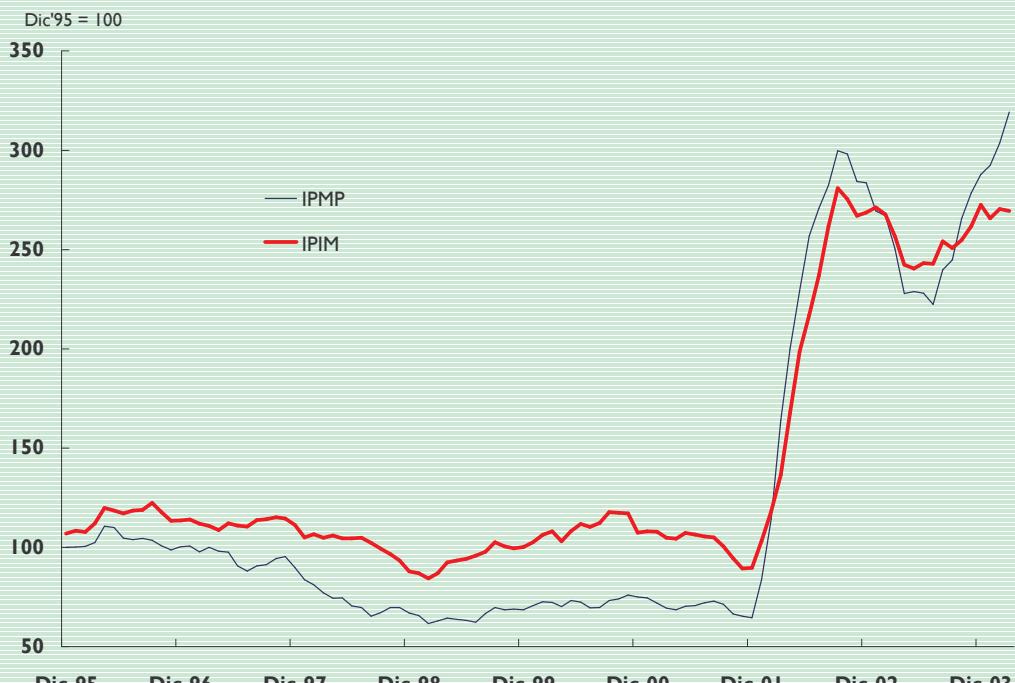


Tal como puede apreciarse en el Gráfico N°2, la evolución del IPMP está muy relacionada con el comportamiento del Índice Precios Internos al por Mayor (IPIM) y, sobre todo, al precio de los productos primarios del índice.

<sup>2</sup> Algunas de las “materias primas” utilizadas para el índice elaborado por el BCRA tienen algún grado de elaboración, pero como tienen un precio internacional que surge de un mercado muy líquido, se las puede incluir en la definición de lo que comúnmente se llama *commodities*.



**Gráfico N° 2: IPMP e IPIM**  
(en pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial e INDEC

En cuanto a la evolución de estos precios, en el corto plazo se espera que el aumento de las materias primas en los últimos meses tenga un impacto, aunque moderado, en el IPIM y menor aún en el IPC. En el mediano y largo plazo, el BCRA trabaja con un escenario donde los precios de las materias primas se mantendrían en los actuales niveles o incluso aumentarían en lo que resta del año, y recién comenzarían a descender a principios de 2005.



## II.6 Flujo de Capitales

El bajo nivel de las tasas de interés en los países desarrollados, los altos niveles de liquidez y las perspectivas de crecimiento económico mundial han impulsado un fuerte aumento (casi 50%) de los flujos de capitales hacia las economías emergentes durante 2003. Para este año, se espera que se mantenga el buen escenario y que se registre un nuevo incremento, aunque de una magnitud inferior, en el envío de fondos hacia los mercados emergentes (ver Gráfico II.14).

El contexto de expansión económica global y las expectativas de mayores ganancias empresariales ha generado interés por las acciones en los mercados emergentes y así, este tipo de inversiones se convirtieron en el motor del flujo de capitales durante el año pasado. En cambio, la inversión extranjera directa (IED) evidenció durante 2003 una caída de aproximadamente 15%. Sin embargo, este año la IED representaría poco más de la mitad del flujo de capitales hacia las economías emergentes, destacándose las inversiones en Asia emergente y América Latina. En particular, China recibiría la mayor porción de las inversiones destinadas al continente asiático. En América Latina, por su parte, la IED se dirigiría en mayor medida hacia Brasil impulsada por la recuperación esperada en el gasto interno.

Así, los países emergentes enfrentarían nuevamente este año un buen escenario con respecto al flujo de capitales. Sin embargo, un aumento anticipado (o mayor) de las tasas de interés, un crecimiento económico mundial inferior al esperado o el surgimiento de focos de riesgo político, podrían constituirse en los principales factores de incertidumbre que enfrentarían los países de la región en este sentido. Al respecto, la evolución de las tasas de interés sería el factor de riesgo más relevante que influirá sobre los flujos de capitales hacia las economías emergentes.





## III. ACTIVIDAD ECONÓMICA

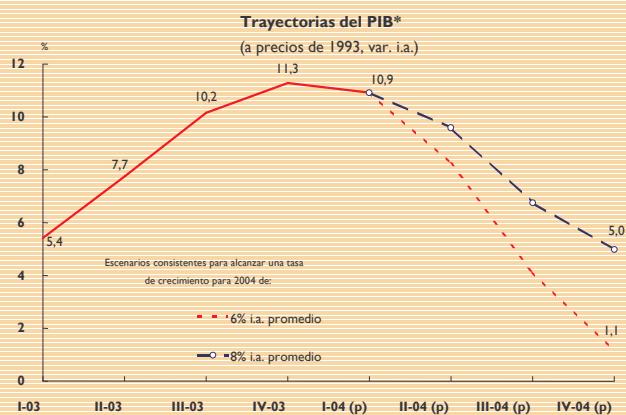
### III.1 Síntesis

*La aceleración en el ritmo de crecimiento de la economía en el segundo semestre de 2003 llevó la expansión del PIB durante el año pasado a 8,7%. El arrastre estadístico para el año en curso asciende a 4,1%, lo cual sumado a un crecimiento proyectado en base a los indicadores adelantados de 2,5% sin estacionalidad (s.e.) en el primer trimestre, deja un piso de aumento del PIB de 6,7% para 2004 aún si la economía dejara de crecer a partir del segundo trimestre. En este contexto, el BCRA elevó de 6% a 8% la proyección de aumento del PIB para 2004, a pesar de la desaceleración prevista en el segundo semestre de este año.*

*En efecto, aún cuando la brecha del producto continúa siendo importante en términos agregados, cierta incertidumbre ligada a la aparición de algunos cuellos de botella, tanto en el abastecimiento de servicios básicos como en la capacidad de algunos sectores para expandir su producción con la estructura productiva actual, explican el supuesto incluido en el PIB de mantener un ritmo de crecimiento algo menor en lo que resta del año. Sin estas restricciones la economía podría crecer durante 2004 incluso a tasas mayores a un dígito, ya que la confianza del consumidor y las expectativas de los empresarios se mantienen en niveles elevados, los más altos desde 1998. Durante el corriente año se prevé una nueva expansión de la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) y por ende en el acervo de capital de la economía, dado que con los niveles actuales de inversión ya se pasó el punto de equilibrio con el flujo de depreciación. También se proyecta un nuevo aumento en el consumo privado alentado por la recuperación del empleo y los salarios, en el marco de tasas de interés muy bajas.*

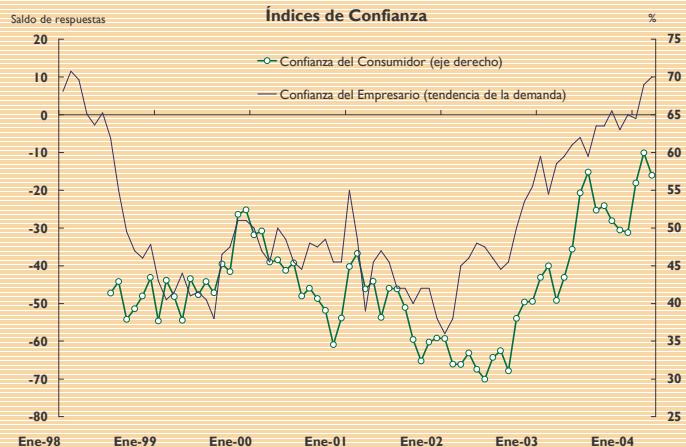
*Si bien en el mediano plazo el dinamismo de la inversión, sobre todo en áreas estratégicas ligadas a la energía e infraestructura, será determinante para asegurar un crecimiento sostenido de la economía, en el corto plazo los tiempos de maduración de las inversiones obligan a las empresas a enfrentar estas rigideces con estrategias alternativas. Esto no implica necesariamente un freno al crecimiento, sino que podrían generar algún aumento de los costos de las empresas (por el uso de fuentes de energía alternativas más caras) y una mayor presión sobre el sector externo producto de menores saldos exportables o de mayores importaciones para abastecer el aumento de la demanda local.*

Gráfico III.1



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico III.2





### III.2. Componentes del Gasto

Cuadro III.1

## Indicadores de Actividad

Series desestacionalizadas	Var % 2T 03/1T 03 (*)	Var % 3T 03/2T 03 (*)	Var % 4T 03/3T 03 (*)	Var % 1T 04/4T 03 (*)
PIB (EMAE) (**)	2,4%	3,0%	2,6%	1,8%
Industria (EMI) (***)	0,5%	2,0%	4,6%	3,9%
Construcción (ISAC) (***)	8,4%	4,2%	10,0%	5,8%
Servicios Públicos (***)	2,4%	4,0%	2,2%	7,7%
Ventas Supermercados (cantidades) (***)	0,1%	3,2%	2,3%	0,8%
Ventas Centros de Compras (cantidades) (***)	2,0%	7,5%	7,6%	4,1%
Ventas de Autos (***)	56,8%	33,2%	19,0%	-15,2%
IVA DGI (***)	1,8%	3,6%	4,8%	16,4%
Importaciones (***)	16,9%	2,6%	21,8%	25,7%
Nivel de Empleo GBA (****)	0,5%	1,6%	2,2%	1,1%
Confianza del Consumidor Di Tella	46,9	53,3	50,0	58,0

(\*) Tasas de variación trimestral excepto confianza del consumidor (en niveles)

(\*\*) En 1T 04 datos del EMAE a Enero, (\*\*\*\*) Datos a Febrero, (\*\*\*\*) Datos a Enero

Fuente: Ministerio de Economía, ADEFA y UTDT

La aceleración en el ritmo de crecimiento de la economía en el segundo semestre de 2003, incluso a tasas mayores a las publicadas inicialmente por el INDEC, elevó el nivel de crecimiento del PIB durante el año pasado a 8,7%. Con esta trayectoria, el arrastre estadístico para el año en curso asciende a 4,1%. Asimismo, tomando como base un crecimiento proyectado de 2,5% sin estacionalidad (s.e.) en el primer trimestre, consistente con el comportamiento que registran los principales indicadores adelantados de actividad, se da por sentado un aumento del PIB de 6,7% para 2004, aún si la economía dejará de crecer a partir del segundo trimestre (ver Cuadro III.1).

El Consumo Privado y la Inversión, los dos componentes más dinámicos durante el año pasado, continúan creciendo con fuerza durante los primeros meses del año, mientras las Exportaciones Netas siguen contribuyendo negativamente a la expansión de la economía (ver Gráfico III.3).

#### Inversión

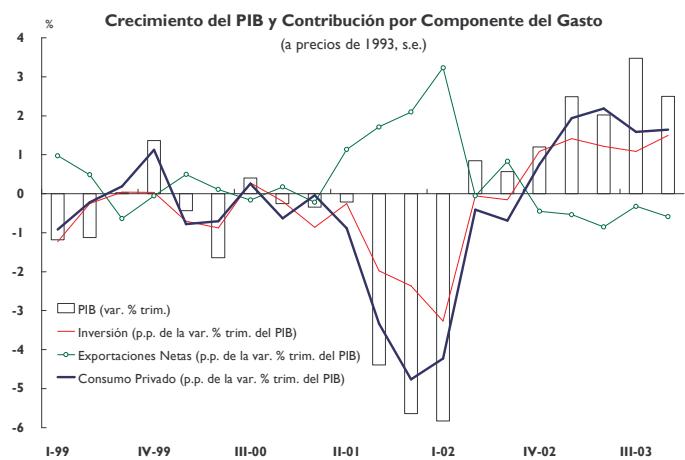
La dinámica que exhibió la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) durante 2003 (38,1% i.a.), acrecentada en los últimos meses del año, permitió mantener prácticamente constante el stock de capital y dejó sentadas las bases para su expansión durante este año. Respecto a la composición de la inversión, se observa en los últimos meses una aceleración en el ritmo de incorporación al proceso productivo de maquinarias y equipos, al tiempo que se mantiene la importante fortaleza que experimenta, desde los inicios de la recuperación, la inversión en construcción (ver Gráfico III.5).

La inversión fue financiada en su totalidad con ahorro interno (público y privado), dado que el ahorro externo, la contrapartida de la cuenta corriente del Balance de Pagos, fue negativo durante el período. Dadas estas condiciones de financiamiento, la liquidez de los mercados internacionales y en particular los flujos hacia países emergentes, no son determinantes para asegurar el crecimiento de esta variable en el corto plazo (ver Gráfico III.4).

Para este año ya se anunciaron inversiones en sectores ligados a la exportación, turismo y algunos servicios públicos. Además, en el resto de los sectores (más dependientes de la demanda interna) se prevén inversiones marginales para ampliar la capacidad a medida que su utilización se acerque al máximo. Al mismo tiempo, el dinamismo de la construcción seguiría, aunque con una velocidad algo menor. Con estas premisas, la IBIF podría alcanzar un crecimiento cercano a 30% en 2004 que permitiría incrementar el stock de capital en su conjunto.

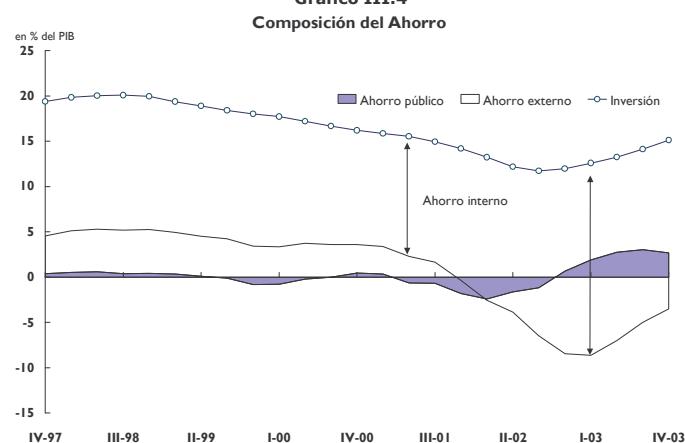
No obstante, las consecuencias del largo período en que se registraron bajos niveles de inversión, combinado con la aceleración del crecimiento de la economía en el último año, podrían traducirse en la aparición de restricciones de oferta en algunos sectores a lo largo del año, aún cuando se destraben ciertas inversiones, dado el tiempo de maduración que requieren (ver Apartados 2 y 3). En el mediano plazo, el resurgimiento del crédito (interno y externo) será un factor importante para asegurar niveles de inversión acordes con un crecimiento sostenido de la economía. En este sentido, la importante liquidez que mantiene el sistema

Gráfico III.3

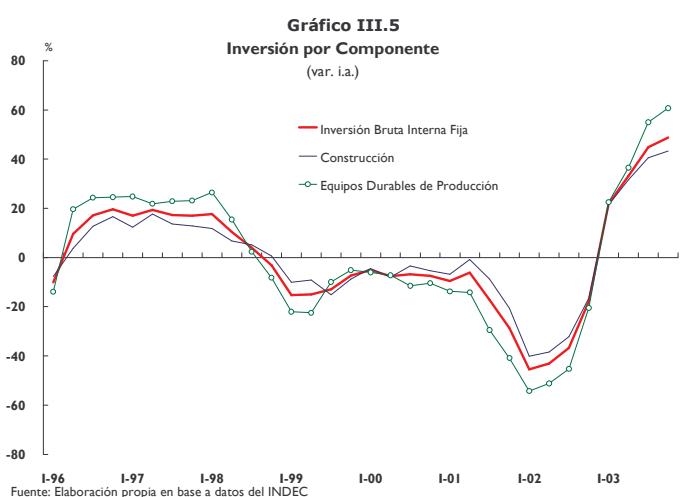


Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

Gráfico III.4



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC



financiero, en conjunto con la baja en las tasas de interés y la incipiente oferta de financiamiento, no sólo de corto plazo, permiten ser optimistas respecto a la trayectoria de esta variable.

### Consumo

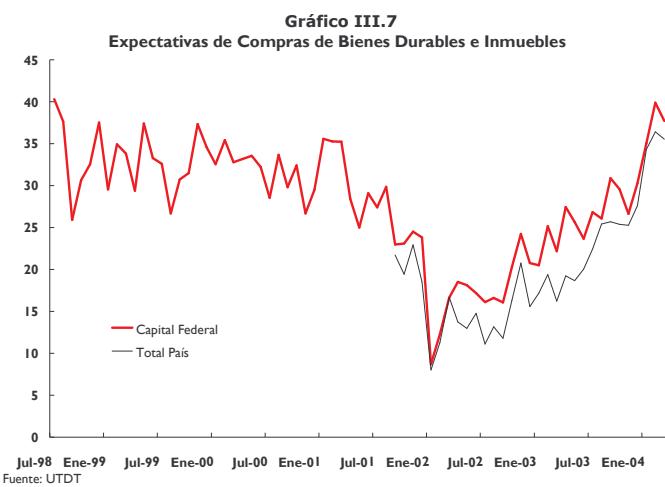
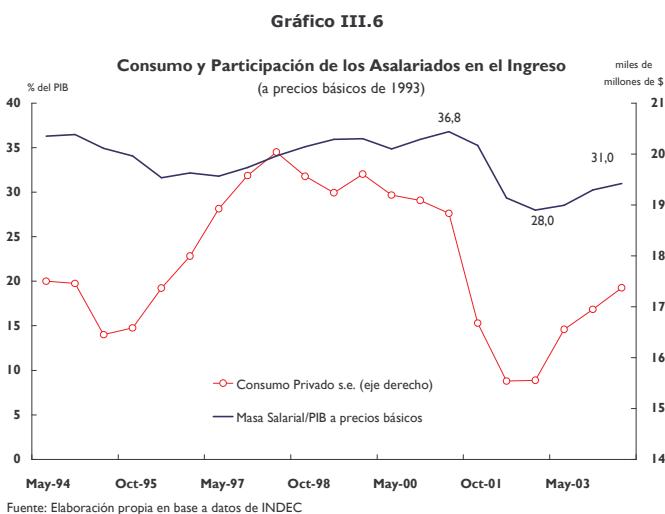
Ya en el segundo semestre del año pasado, el Consumo Privado se perfiló como el componente del gasto que más aportó al crecimiento de la economía, aún cuando 2003 finalizó con un aumento menor al registrado por el PIB, mientras el consumo público se mantuvo prácticamente estancado. Los primeros indicadores adelantados también muestran un buen desempeño del consumo privado durante el primer trimestre de 2004.

Las mejores perspectivas respecto a la trayectoria de ingresos futuros que generó la recuperación, en un contexto de mejora en la participación en el ingreso de los sectores asalariados y fuerte caída del costo de oportunidad, dadas las bajas tasas que se pagan en el sistema financiero, fueron desatadas decisiones de consumo (ver Gráfico III.6). Asimismo, la elevada liquidez generada por el significativo saldo de la Cuenta Corriente, ligado en gran medida a los sectores del campo, se tradujo en un importante dinamismo de las economías regionales, donde se destacó el aumento del consumo.

La confianza del consumidor, y en particular las expectativas de compras de bienes de consumo durables e inmuebles, continúan elevadas y se ubican en niveles similares a los registrados a inicios de 1998 cuando la economía evidenciaba signos de “recalentamiento”, los precios de los durables en relación a los salarios eran significativamente menores a los actuales, y el crédito para consumo (hipotecario, prendario, personal y tarjetas de crédito) crecía a tasas de 24% anual (ver Gráfico III.7). El actual crecimiento del consumo, sin embargo, no se ha basado tanto en el crédito y se ha dado a pesar de los menores salarios reales.

De todas maneras, a medida que maduran los créditos viejos comienza a abrirse la posibilidad de una nueva demanda, a pesar del aumento del precio de los bienes durables en relación con los salarios. Adicionalmente, todavía persiste un importante efecto riqueza, asociado a la salida de la Convertibilidad, en aquellos que mantuvieron sus ahorros en dólares fuera del sistema financiero o de aquellos relacionados con las actividades que se beneficiaron con el cambio de precios relativos, que ahora podría ser complementado con crédito para acceder a la compra de durables e inmuebles.

Para este año, se estima que el Consumo Privado podría alcanzar un incremento cercano a 9% impulsado por un mayor crecimiento del empleo y los salarios reales. Asimismo, se prevé que continúen las condiciones de liquidez en el mercado local con entidades financieras incursionando más agresivamente en la oferta de crédito.

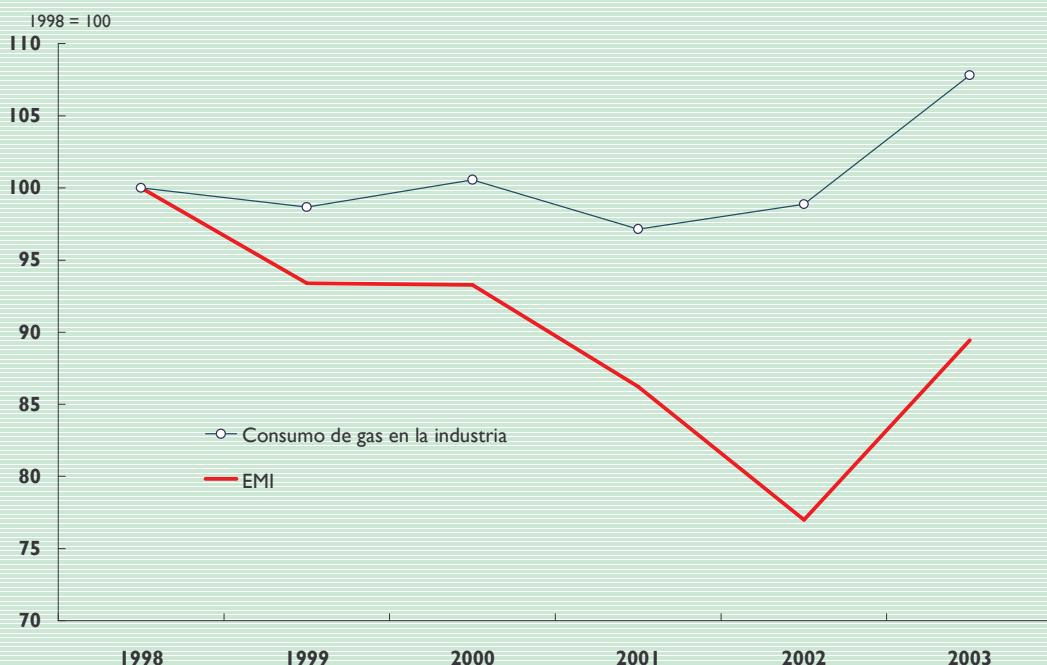




## Apartado 2. Impacto macroeconómico de una eventual escasez de gas en 2004

Un importante cambio estructural en la demanda desde fines de los '90 (explicado en gran medida por la irrupción de los autos a GNC), la inversión neta negativa durante la recesión de 1998-2002 y el cambio de precios relativos en los insumos energéticos a la salida de la crisis, sumado a un ciclo hídrico muy seco durante 2004, han coadyuvado en incipientes faltantes de gas, que provee el 48% de la energía utilizada en el país, ya sea para su uso directo o como insumo de la producción de energía eléctrica.

**Gráfico N° 1: Producción Industrial y Consumo del Gas**



Fuente: Elaboración propia en base a información de ENARGAS e INDEC

Comparando el precio actual del gas con sus sustitutos más cercanos (ver Cuadro N° 1) se advierte que la demanda de gas es muy insensible a potenciales aumentos de precios. Por lo tanto, cualquier solución de mercado que intente resolver la escasez relativa de gas en 2004 deberá concentrarse en la oferta. El Gobierno ya ha anunciado una serie de medidas destinadas a morigerar la escasez a través del comercio exterior (menores exportaciones de gas y mayores importaciones de sustitutos energéticos).

**Cuadro N° 1: Precios Relativos de Combustibles a igual poder calórico**  
(marzo de 2004)

Fuente Energética	Combustible / Gas
Gas Oil	8,1
Fuel Oil	5,7
Electricidad	6,4
Gas Licuado de Petróleo	10,9
Kerosene	8,1

Fuente: Elaboración propia en base a datos de CAMMESA y Secretaría de Energía



Esta sustitución de gas por insumos alternativos tendrá un impacto directo en el balance comercial (de hasta US\$500 millones) que profundizará la tendencia a la baja del superávit de cuenta corriente observada en los últimos trimestres. En cuanto al impacto en el resto de las variables macroeconómicas, eso dependerá exclusivamente de la administración de la crisis. En particular, cómo va a asignar el Gobierno esos cupos y quién va a cubrir la diferencia de precio (el fuel oil que se importará de Venezuela cuesta aproximadamente 6 veces más que el gas producido localmente). Esta diferencia, de hasta \$1.000 millones en el peor de los casos, repercutirá en un mayor costo fiscal y un mayor costo de producción para las empresas que cuenten con la tecnología para sustituir gas por combustibles alternativos, que podrá o no trasladarse al consumidor a través de un aumento de precios finales. Sin embargo, dada la estructura de costos de la industria y sus márgenes de rentabilidad, el impacto en el IPIM sería menor a un punto porcentual y sobre el IPC no debería superar 0,5%, aún en un escenario de importante escasez.

En cuanto al eventual impacto en la actividad económica, en principio estaría circunscripto a aquellos sectores que no pueden evitar la interrupción del suministro y que no cuentan con tecnología adecuada para sustituir el gas por otros combustibles. A menos que surjan nuevas complicaciones climáticas o que haya una administración ineficiente de los problemas, el costo en términos de actividad económica debería estar bien por debajo del 1% del PIB en la segunda mitad de este año.

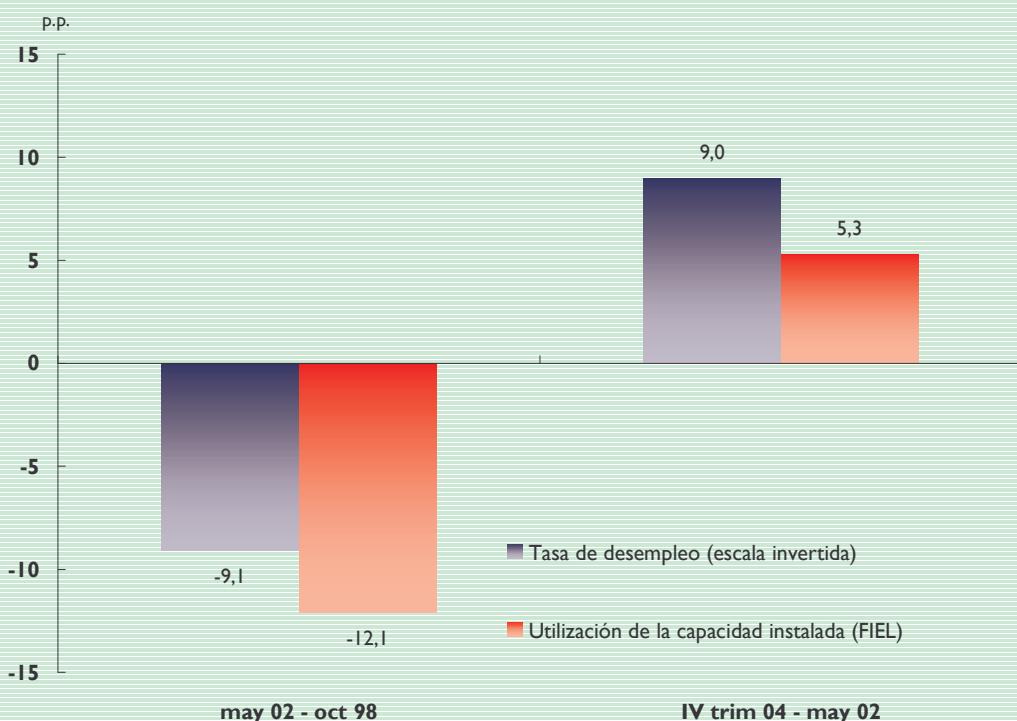


### Apartado 3. La brecha del PIB y la aceleración de la inversión

Hay tres certezas acerca de la brecha del PIB (la diferencia entre el nivel de producto actual y el potencial de la economía). La primera es que dicha brecha ha sido y todavía es la característica distintiva de esta recuperación económica. La segunda es que su magnitud es muy difícil de precisar. La tercera es que tarde o temprano el PIB observado alcanza el potencial y la brecha tiende a desaparecer. En otras palabras, la combinación de un fuerte aumento de la producción y una caída del stock de capital no es una combinación que dura para siempre, como lo reflejan los problemas puntuales de abastecimiento en el sector energético.

Si bien no hay dudas de que la brecha se ha ido cerrando en los últimos trimestres, es prematuro concluir que los cuellos de botella observados en algunos sectores son un fenómeno general. Mirando al sector manufacturero como un todo, observamos que desde el inicio de la recuperación se han empleado sólo la mitad de los recursos de capital que fueron quedando al margen durante la prolongada recesión de 1998-2002.

**Gráfico N° 1: Tasa de Desempleo y Utilización de la Capacidad Instalada en la Industria**  
(var.)



Fuente: INDEC y FIEL

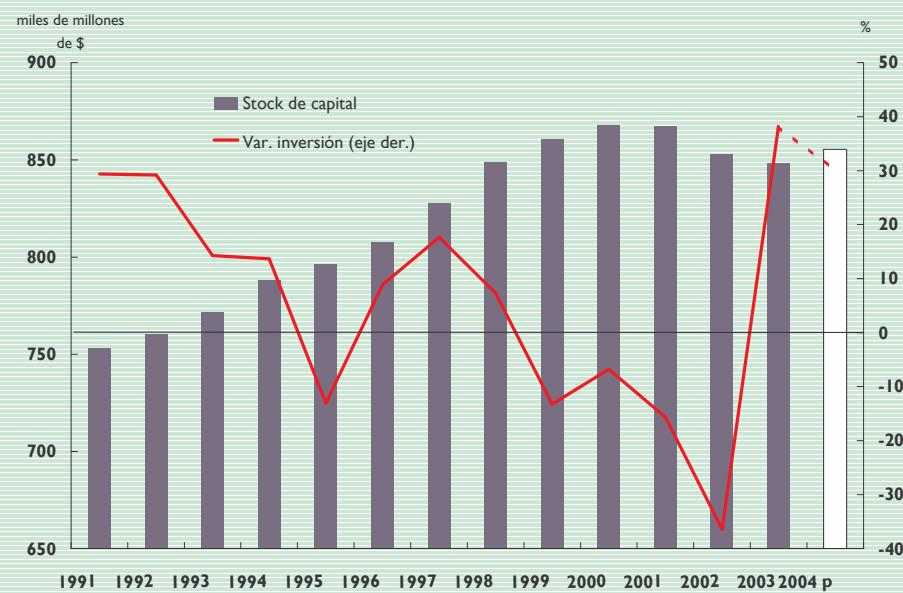
Esto es significativo dado que la industria ha sido, precisamente, uno de los sectores más dinámicos en la salida de la crisis. Como puede observarse en el Gráfico N° 1, mientras que la tasa de desempleo ha vuelto a los niveles vigentes antes del inicio de la recesión, la utilización de la capacidad instalada en la industria todavía no ha recuperado todo el terreno perdido. El cambio de precios relativos ha llevado a muchos sectores a sustituir el recurso relativamente más caro (capital) por el relativamente más barato (trabajo), en un marco en el que las industrias más intensivas en mano de obra son las que lideran la recuperación manufacturera. El fuerte crecimiento industrial combinado con un moderado aumento de la utilización de la capacidad instalada sugieren que ha habido importantes adiciones de capital (inversión) durante el proceso.

Esto es, precisamente, lo que se advierte cuando se analizan los números de inversión a nivel agregado. Las cuentas nacionales muestran que la inversión bruta fija se ha ido acelerando durante 2003, alcanzando un ritmo de expansión cercano al 50% interanual, quizás el más alto de la historia. Este proceso, iniciado por la construcción residencial, se encuentra hoy liderado por inversión en maquinarias y equipos (las adiciones de capital mencionadas arriba). Esta recuperación de la inversión durante 2003 permitió alcanzar el punto de equilibrio entre la tasa de depreciación y la tasa de inversión manteniendo prácticamente constante el stock de capital, luego de la caída de 2002. Esta tendencia parece haberse profundizado durante 2004, a juzgar por las importaciones de bienes de capital que han crecido a una tasa del 90% anual durante el primer trimestre. De este



modo, el incremento proyectado en la inversión para este año se traducirá en un mayor acervo de capital de la economía y en un aumento del PIB potencial (ver Gráfico N° 2).

**Gráfico N° 2: Inversión y Stock de Capital**  
(a precios de 1993)



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



## Exportaciones Netas

Las Exportaciones Netas de bienes y servicios contribuyeron negativamente a la expansión del PIB durante 2003 debido a la aceleración que registraron las importaciones, fundamentalmente en los últimos meses.

Para este año se prevé que las exportaciones netas continúen aportando negativamente al PIB, a pesar del incremento proyectado en las cantidades exportadas (ver Sección V). En efecto, la aceleración en el ritmo de crecimiento que evidencia la economía, en conjunto con la incipiente aparición de algunas restricciones de oferta, estarían presionando sobre la brecha externa a través de un mayor aumento en las importaciones y de menores incrementos en las exportaciones, para abastecer el consumo local de bienes finales y de insumos para la industria. Esta tendencia podría verse potenciada en los próximos meses cuando la economía avance hacia una mayor utilización de la estructura productiva.

## III.3 Comportamiento de la Oferta

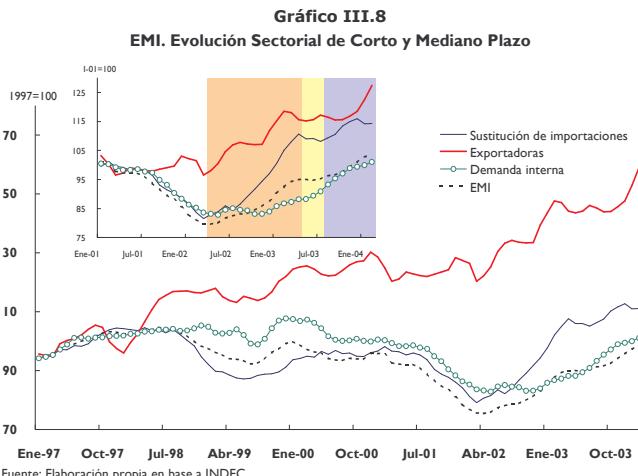
Por el lado de la oferta, la recuperación alcanza ya a todos los sectores de la economía. Dentro de los sectores productores de bienes, la construcción y la industria siguen siendo los más activos durante el primer trimestre de 2004. Los servicios, por su parte, continuaron recuperando terreno acompañando el mayor nivel de actividad económica.

### Industria

Durante el primer trimestre de 2004 se observó una aceleración en el ritmo de crecimiento de la producción manufacturera. Asimismo, a diferencia de lo ocurrido en los trimestres previos, el crecimiento alcanzó prácticamente a todos los sectores que componen la industria, incluso abarcó aquellos que parecían haberse estancado como los destinados a la exportación (ver Gráfico III.8).

El crecimiento del período estuvo sustentado en el mayor gasto interno y en un impulso extra que recibieron las industrias exportadoras por la mejora de la actividad económica en Brasil y la mayor demanda mundial de alimentos y acero. Asimismo, se observó un fuerte crecimiento del sector automotriz, que acarreaba un elevado componente de consumo reprimido, en especial en la producción de utilitarios y camiones. Los productos orientados al consumo interno, como papel y cartón y los textiles, también mostraron importantes avances, ubicándose en los máximos niveles históricos de producción (ver Cuadro III. 2).

La fuerte expansión registrada por el sector manufacturero en los últimos dos años fue posible gracias a la existencia de una considerable capacidad ociosa, que permitió el avance de la producción sin necesidad de inversiones fijas adicionales. Sin embargo, el fuerte ritmo de crecimiento que experimentó el sector fue reduciendo en forma paulatina ese margen, que en términos agregados aún persiste, aunque algunos sectores ya comenzaron a evidenciar algunas rigideces (ver Apartado 3). En particular, los sectores siderúrgicos, los productores de neumáticos, papel y algunas ramas textiles y químicas se encuentran cerca del pleno uso de su estructura productiva.



**Cuadro III.2**

Bloques	EMI. Evolución Sectorial				I-04* como % del máximo
	var. trim. / trim.	II-03	III-03	IV-03	
Industrias metálicas básicas	-3,7	0,2	3,3	5,2	100
Refinación del petróleo	0,5	-0,9	2,5	-0,3	89
Papel y cartón	0,2	1,5	2,8	6,5	100
Edición e impresión	5,2	15,5	8,8	7,3	83
Sustancias y productos químicos	3,0	3,6	-1,2	8,9	100
Productos alimenticios y bebidas	1,8	0,7	2,1	5,0	94
Productos textiles	-2,4	-6,8	6,8	8,1	96
Productos de tabaco	6,6	-4,6	3,1	-3,6	70
Prod. de caucho y plástico	-6,4	19,0	1,2	-3,8	83
<b>EMI</b>	<b>1,0</b>	<b>2,5</b>	<b>4,0</b>	<b>4,8</b>	<b>96</b>
Metalmeccánica excl. Ind. Automotriz	-1,9	-2,7	7,6	4,9	61
Prod. minerales no metálicos	-5,3	11,4	12,1	-0,4	79
Vehículos automotores	-8,8	4,7	22,9	25,3	30

\* datos hasta febrero de 2004

Fuente: Elaboración propia con datos del INDEC



En este contexto, algunas empresas anunciaron inversiones destinadas a la instalación de nuevas líneas de producción, aunque en la mayoría de los casos estas pasan por la búsqueda de mejoras en los rendimientos de los equipos ya instalados. Los anuncios de inversión se han dado principalmente en sectores en que, o bien se puede suplantar productos previamente importados, o bien se los puede destinar al sector externo. A pesar de estos anuncios, dado el tiempo de maduración de los proyectos, en el corto plazo, el mayor consumo de bienes finales y de insumos para la industria previsto podría ser abastecido a través de un aumento en las importaciones o de menores exportaciones, presionando de este modo sobre la brecha externa.

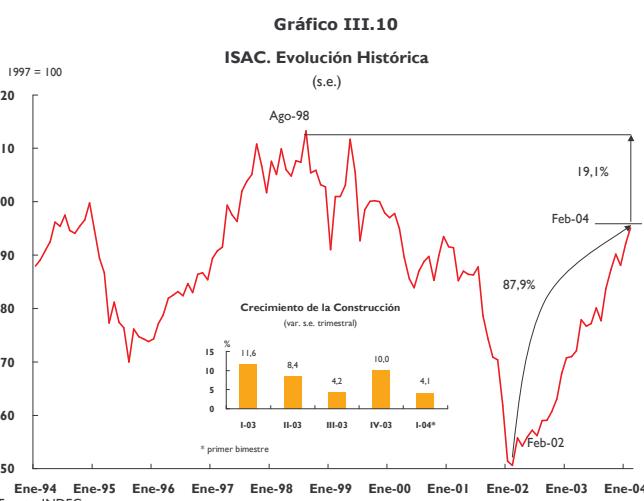
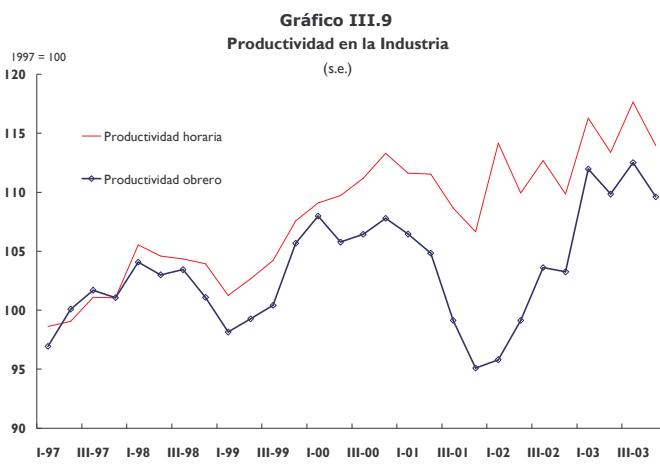
Con respecto al factor trabajo, durante el cuarto trimestre del año pasado se observó por primera vez desde que se inició la recuperación de la industria, una caída en la productividad media del trabajo. En parte esta trayectoria es consistente con la elevada elasticidad empleo-producto que registró la economía en los últimos trimestres (ver Sección IV) y estaría explicada por la mejora relativa que se observa en los sectores intensivos en el uso del trabajo y no necesariamente significa una caída en las productividades sectoriales. Esta merma en la productividad agregada, en conjunto con el aumento en los salarios por encima de los precios de la industria, se tradujo en un leve aumento en los costos laborales por unidad de producto, aunque aún se mantienen en niveles reducidos en términos históricos (ver Gráfico III.9).

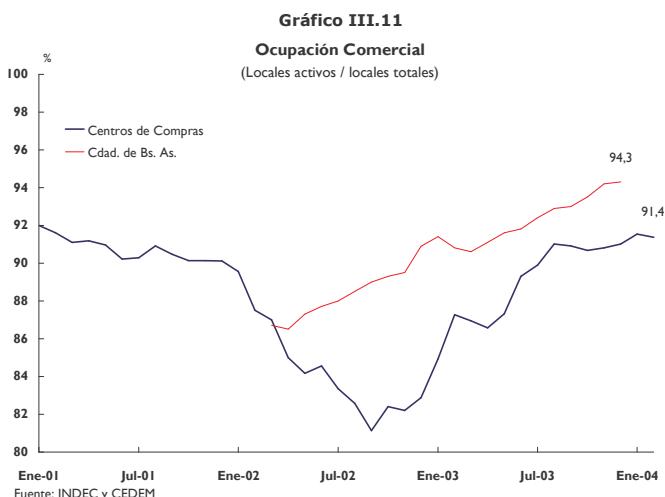
Junto a los mayores costos salariales, comenzaron a verificarse incrementos en los costos de la energía. Por un lado, el Gobierno modificó en febrero el cuadro tarifario para el mercado eléctrico y estableció nuevas regulaciones para la formación del precio del gas, que redundarían en un costo más elevado de este combustible. A su vez, la escasez del gas y las dificultades para la generación de electricidad mediante otros combustibles alternativos, podrían tener como consecuencia cortes eventuales en el suministro de electricidad a los clientes industriales que deberían reprogramar sus niveles de producción o utilizar otras fuentes de mayor costo. Marginalmente, algunas industrias con contratos interrumpibles de gas estarían, en los últimos meses, adelantando los planes de producción previendo cortes en la oferta energética. De todos modos, esto no se refleja en una mayor acumulación de inventarios por parte de la industria a nivel global que, según FIEL, siguen manteniéndose en niveles cercanos a los deseados.

En síntesis, la actividad industrial durante 2004 continuará en expansión impulsada por el mercado interno en conjunto con la mayor demanda externa de manufacturas industriales proveniente, en gran medida, de la recuperación de la economía brasileña. La magnitud de este crecimiento estará determinada por dos factores: los aumentos en los costos (laborales y energéticos) y la incipiente aparición de restricciones de oferta.

## Construcción

La construcción mantuvo un importante ritmo de crecimiento durante el primer trimestre de 2004 (ver Gráfico III.10). Sin embargo, a diferencia de 2003 cuando fueron las edificaciones para vivienda quienes lideraron la recuperación, durante el período, las obras públicas y petroleras dieron el impulso al sector.





Por un lado, las obras viales se han visto beneficiadas por el aumento de la inversión pública a nivel nacional, provincial y municipal, dinámica que se espera continúe a lo largo del año. Las construcciones petroleras, por su parte, continuarían en los próximos meses en la medida que los precios del petróleo se mantengan altos y la demanda continúe creciendo, y debido en parte a que se diluyeron algunas incertidumbres producto de la renegociación de contratos entre el Gobierno y las empresas productoras y distribuidoras de gas.

Por otro lado, la construcción de viviendas mantuvo un buen ritmo de actividad, con un incremento de 4,2% s.e. respecto al último trimestre de 2003. El sector sigue favorecido por la liquidez de los estratos de la población de ingresos medios y altos, y la importante brecha, que a pesar del fuerte aumento que registran los costos de la construcción, todavía persiste entre los precios de las viviendas y su costo de edificación. Asimismo, se espera que la mayor oferta de créditos hipotecarios aliente nuevas construcciones.

Los inmuebles destinados al uso comercial e industrial muestran mejores signos de actividad en los últimos meses. Dentro del sector comercial se observa una elevada tasa de ocupación (ver Gráfico III.11), tanto en centros de compra como en comercios en la vía pública. Esta situación estaría gatillando el comienzo de nuevas obras en zonas no saturadas de la Ciudad de Buenos Aires e incluso de proyectos de gran envergadura en algunas grandes ciudades. En el rubro “oficinas” no se verifican proyectos de importancia porque, a pesar del mayor nivel de locación que se evidencia en los últimos meses, el stock excedente se mantiene elevado.

Las perspectivas del sector para este año continúan siendo favorables luego de la fuerte recuperación en 2003. Los impulsores serían las obras viales, petroleras y comerciales mientras que la construcción de viviendas, principal componente del sector, desaceleraría en parte su ritmo de crecimiento. Finalmente, se espera que continúe la recomposición de los costos de la construcción, lo que podría desalentar la construcción de nuevas viviendas.

## Agricultura

Con la cosecha de granos finos finalizada e iniciada la recolección de los granos gruesos, las proyecciones indican que la producción agrícola será levemente inferior al registro del año previo con un volumen de 70,1 millones de toneladas.

Si bien los volúmenes de cosecha permanecen prácticamente constantes, se pueden reconocer ciertos cambios en la estructura productiva ocasionados por la sequía ocurrida en la época de siembra. Dentro de los cereales, se observa una caída en los volúmenes proyectados de maíz y sorgo, dada la merma en el área sembrada. Estas caídas fueron compensadas por los incrementos en trigo, arroz y cebada cervecera. Los cultivos oleaginosos, por su parte, tendrían un leve descenso como consecuencia de la menor área sembrada de girasol y la caída en los rendimientos de la soja, a pesar del récord de área sembrada (ver Cuadro III.3).

El sector agrícola se ha convertido en uno de los líderes en el aumento de la inversión en maquinarias y equipos durante el año

	2003-04		2002-03		Var % 2003-04 / 2002-03	Dif. 2003-04 / 2002-03
	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %		
<b>Cereales</b>	<b>31.710</b>	<b>45,2%</b>	<b>32.015</b>	<b>45,2%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-305</b>
Maiz	12.400	17,7%	15.045	21,2%	-17,6%	-2.645
Trigo	14.500	20,7%	12.399	17,5%	16,9%	2.101
Sorgo granífero	2.200	3,1%	2.685	3,8%	-18,1%	-485
Arroz	990	1,4%	718	1,0%	38,0%	272
Cebada cervecera	985	1,4%	543	0,8%	81,3%	442
Avena	498	0,7%	501	0,7%	-0,5%	-3
Centeno	90	0,1%	79	0,1%	14,1%	11
Otros	46	0,1%	45	0,1%	1,8%	1
<b>Oleaginosas</b>	<b>38.373</b>	<b>54,8%</b>	<b>38.788</b>	<b>54,8%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-416</b>
Soja	34.700	49,5%	34.819	49,2%	-0,3%	-119
Girasol	3.400	4,9%	3.714	5,2%	-8,5%	-314
Maní	205	0,3%	221	0,3%	-7,2%	-16
Otros	68	0,1%	35	0,0%	93,4%	33
<b>Total</b>	<b>70.082</b>	<b>100%</b>	<b>70.803</b>	<b>100%</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-721</b>

Fuente: SAGPyA



pasado mediante la reinversión de las utilidades en la compra de cosechadoras, tractores y otras maquinarias agrícolas. Esa expansión también alcanzó a las industrias agroalimenticias, en especial aquellas relacionadas con la producción de aceites y harinas basadas en la soja, que proyectan fuertes inversiones en la instalación de plantas de molienda y estructuras logísticas.

Esta coyuntura ha sido apuntalada en el primer trimestre de 2004 por el crecimiento de los precios del sector, en especial de los oleaginosos. De esta manera, se espera que durante el corriente año el valor de las exportaciones agrícolas continúe en ascenso llegando a valores cercanos a US\$13.250 millones.

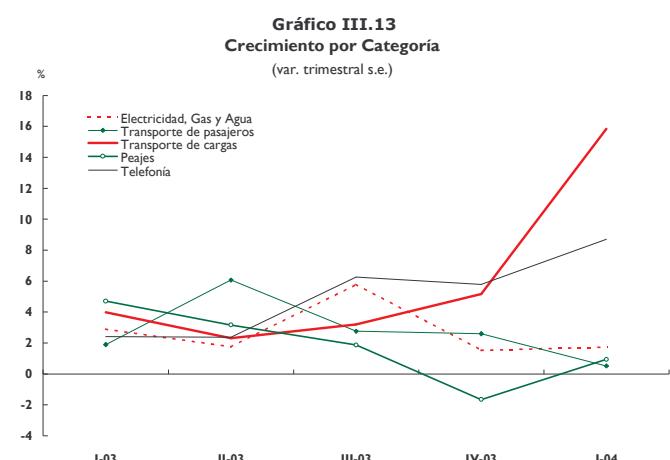
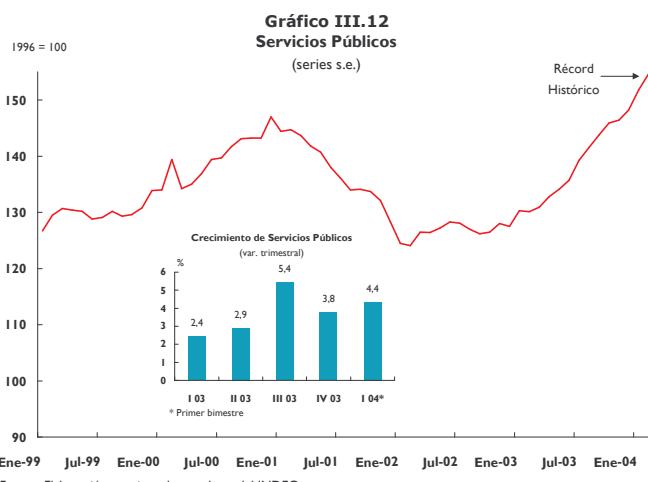
### Servicios

La recuperación que comenzaron a exhibir los sectores productores de servicios desde la segunda mitad de 2003 se mantiene con firmeza durante los primeros meses del año.

Por un lado el consumo de servicios públicos continuó en fuerte ascenso, alcanzando en el primer trimestre un nuevo máximo histórico (ver Gráfico III.12). En particular, durante el corriente año se verifica un importante aumento del consumo de los servicios telefónicos por la fuerte expansión de aparatos móviles en servicio y la mayor realización de llamadas. El transporte de cargas, por su parte, se vio favorecido por el mayor volumen de importaciones. El resto de los sectores, como transporte de pasajeros y peajes, también mostró ascensos en términos desestacionalizados pero sensiblemente menores. Finalmente, el sector de electricidad, gas y agua está manteniendo en los últimos meses un ritmo de crecimiento por encima del registrado durante la última década. Si bien se espera que se mantenga firme la demanda de estos servicios, existen algunos riesgos sobre la capacidad de la oferta para abastecer la demanda creciente, principalmente en los sectores energéticos (ver Apartado 3 y Gráfico III.13).

Los servicios no regulados también registraron una importante recuperación, en especial los sectores ligados a la actividad comercial, aunque también se registraron mejoras en educación, salud, y servicios personales. La intermediación financiera fue el único sector de la economía que continuó retrocediendo durante 2003 pero se espera una suba durante este año en la medida que se estabilicen las expectativas de mediano plazo y aumente la demanda de créditos.

Para 2004 se proyecta que los servicios alcancen una tasa de crecimiento mayor que el año pasado, en función de la tendencia positiva que registra el consumo y la recuperación de márgenes proyectada. Sin embargo, las eventuales restricciones de oferta podrían menguar el ritmo de recuperación que se evidencia en el consumo de algunos servicios.







## IV. EMPLEO Y SALARIOS

### IV.1 Síntesis

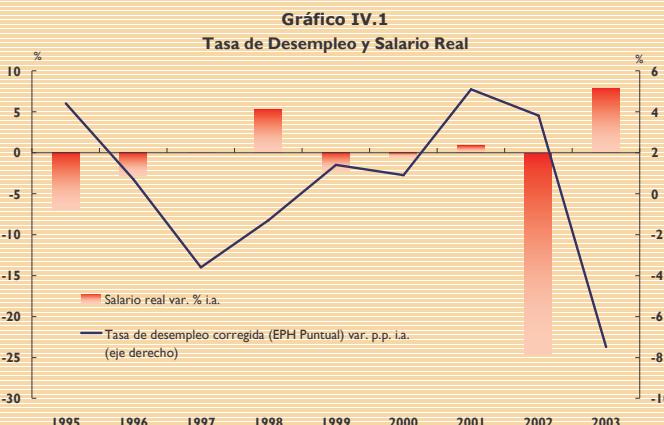
*Todos los indicadores laborales continúan mejorando sensiblemente. Si se extrapolan los resultados de la última medición de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) al total de aglomerados urbanos, en 2003 se crearon 1,3 millones de puestos de trabajo, el mayor ritmo de crecimiento en más de veinte años. Esta evolución de la ocupación se tradujo en una caída en la tasa de desempleo de 6,5 puntos porcentuales (p.p.), la mayor de la historia. Esta trayectoria, unida a la recomposición en los salarios registrada durante el período, se reflejó en una reducción en la incidencia de la pobreza, aunque ésta todavía se mantiene en niveles elevados.*

*En base a las perspectivas de crecimiento para el corriente año, se espera que se mantenga la tendencia favorable en el mercado de trabajo. Para fines de 2004 se proyecta que la tasa de desempleo se reduzca en otros 4 p.p..*

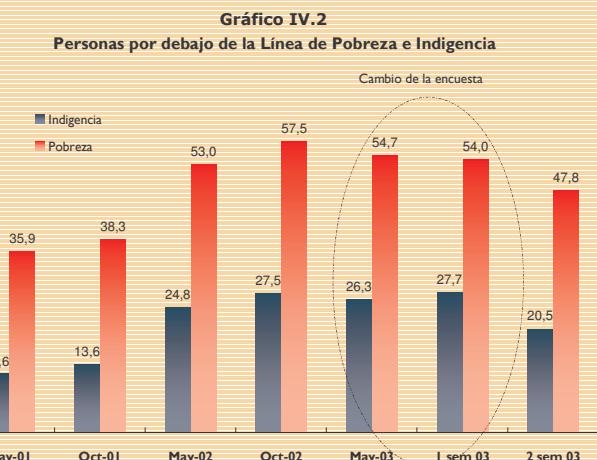
*Si bien la tasa de desocupación todavía se ubica por encima de la tasa friccional, esta última probablemente se ha incrementado en la última década. Esto es así debido al elevado desempleo registrado en la economía durante más de 10 años, al cambio profundo en las habilidades requeridas y a la caída en la calidad del capital humano. Así se explica entonces que en algunos segmentos del mercado de trabajo, sobre todo en determinados sectores industriales y en la construcción, falte mano de obra con ciertas capacidades técnicas, aunque no se puede hablar todavía de un fenómeno generalizado.*

*Conjuntamente con esta mejora en el empleo, los salarios siguieron creciendo. En particular, en el sector formal de la economía los salarios reales se ubican ya en niveles cercanos a los vigentes a fines de 2001. El aumento en el empleo y en los salarios se tradujo en los últimos trimestres en una suba de la masa salarial, muy por encima del crecimiento de la economía, lo que explica el buen dinamismo del Consumo Privado.*

*Si bien hasta ahora la recuperación del empleo y de los salarios se viene dando acompañada de bajos costos laborales unitarios y por tanto sin presiones sobre el resto de los precios de la economía, esto cambiaría en la medida en que la tasa de desempleo se acerque a la tasa friccional. De todos modos, los sectores productores de transables mantienen, en términos agregados, amplios márgenes que les permitirían absorber los mayores costos. En el resto de los sectores (principalmente en servicios) es factible que los mayores aumentos de salarios sean trasladados gradualmente a precios en un contexto de demanda creciente.*



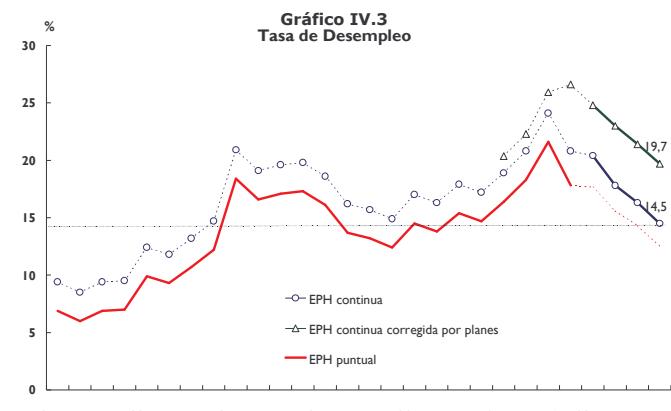
Nota: los datos de la tasa de desempleo corresponden a la serie empalmada corregida por planes de empleo  
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la EPH



## IV.2 Empleo

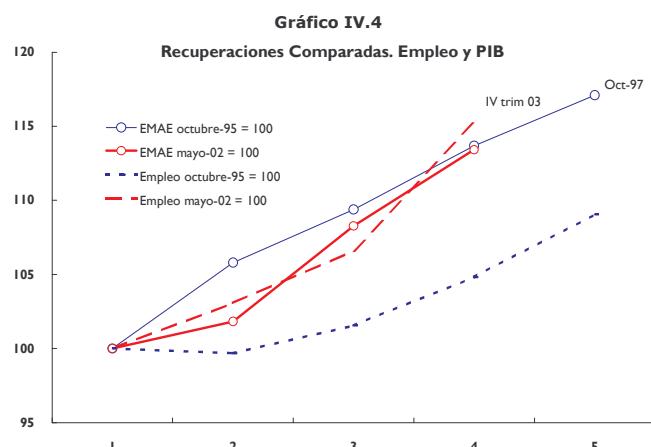


A fines de 2003 se observó una aceleración en el ritmo de creación de empleo. Esto, en conjunto con una tasa de actividad que se mantuvo prácticamente constante a lo largo del año, se tradujo en una baja de 6,5 puntos porcentuales (p.p.) en la tasa de desempleo, según surge de la EPH<sup>3</sup>, para ubicarse en 14,5% (19,7% si no se considera como ocupados a los perceptores de planes de empleo) (ver Gráfico IV.3).

En el último año se crearon 1,3 millones de puestos de trabajo, de los cuales 400 mil se generaron en el último trimestre. Este dato es algo mayor que el que muestran los resultados publicados por el INDEC para los 28 aglomerados urbanos relevados por la EPH. Esto se debe a que el empleo en los aglomerados no relevados, que es el que se utiliza para extraer el comportamiento del resto urbano no relevado por la EPH, creció a tasas mayores que en el GBA debido a la importante recuperación que exhibieron las economías regionales. La contrapartida ha sido la caída del desempleo en más de un millón de personas, por lo que la cantidad de desocupados asciende a fines de 2003 a 2,1 millones, un 40% inferior a los máximos alcanzados en mayo de 2002.

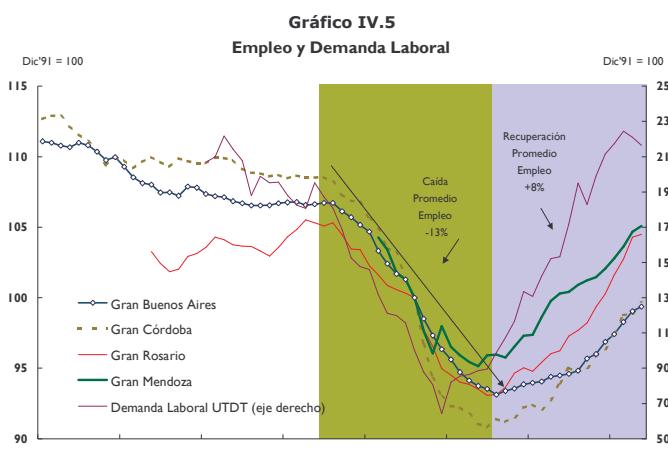
En base a las cifras de creación de empleo para el total del país con estacionalidad y considerando que la economía se expandió 2,5% trimestral en términos desestacionalizados (s.e.) en el último trimestre del año pasado, la elasticidad empleo-producto habría alcanzado 1,2 para ese período<sup>4</sup>. De este modo, por segundo trimestre consecutivo continuaría observándose una elasticidad mayor a 1. Si bien en el mediano plazo es razonable prever una reducción de esta elasticidad dados los elevados niveles que presenta en relación a la experiencia histórica, la nueva estructura de precios relativos con bajos costos laborales determina que se mantenga en niveles mayores a los observados durante los años de crecimiento de la segunda mitad de la década del 90 (cuando la economía ya había realizado los ajustes de productividad). En el corto plazo el aumento en la elasticidad estaría generado por la elevada incidencia que mantienen sectores tales como algunas industrias y la construcción (intensivos en empleo), en la expansión de la economía y en el hecho de que una vez utilizados los recursos humanos ociosos ya contratados, las empresas comienzan a demandar más trabajo (ver Gráfico IV.4).

El ritmo de creación de puestos de trabajo que surge de la EPH es algo mayor al que muestran las estadísticas de la encuesta de empleo del Ministerio de Trabajo referidas básicamente a la creación de empleo formal (3,1% vs. 2,4% en el último trimestre). Esto podría estar reflejando un aumento en la informalidad, aunque la diferencia en la magnitud de las muestras puede conducir a errores (la EPH se releva en 28 aglomerados del país y la encuesta del Ministerio de Trabajo se lleva a cabo en sólo 4 ciudades). Debe tenerse en cuenta que según los últimos datos disponibles desde mayo de 2003, el 80% del total de ocupados relevados por la EPH eran asalariados, mientras que el resto estaba incluido en otras



<sup>3</sup> Las referencias a la EPH se refieren a la nueva encuesta del INDEC (EPH continua) a menos que se expidite lo contrario. En el Reporte de Inflación del Primer Trimestre de 2004 se comentan los principales cambios metodológicos de la EPH continua respecto a la encuesta anterior (EPH puntual) y las diferencias en sus resultados.

<sup>4</sup> Si bien a priori, a diferencia de la Población Económicamente Activa (PEA), las cifras de empleo no tienen estacionalidad, las características de la EPH continua (que a diferencia de la anterior indaga más profundamente sobre las condiciones de empleo y desempleo), pueden estar escondiendo algún comportamiento estacional que dada la corta historia de la serie es difícil de predecir.



categorías de ocupación, como la de “patrón” o “cuenta propia” que fueron precisamente las más dinámicas en la salida de la crisis (ver Gráfico IV.5).

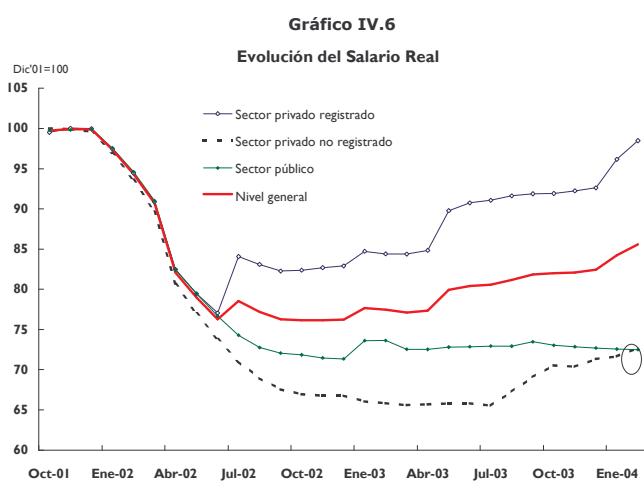
En los primeros meses de 2004 el ritmo de creación de empleo se mantiene en niveles elevados. Por un lado, el indicador de demanda laboral se ubica en los registros más altos de la serie histórica y las cifras de creación de empleo formal confirman esta tendencia. Para todo 2004 se proyecta una nueva caída en la tasa de desempleo en torno a 4 p.p.. La menor reducción respecto a la observada durante el año pasado es consistente con la desaceleración esperada en el ritmo de crecimiento en la segunda mitad del año. También influye una menor elasticidad empleo-producto, más acorde con la experiencia histórica, y un leve aumento proyectado en la tasa de actividad, que estaría impulsada por la recuperación que se espera mantengan los ingresos reales.

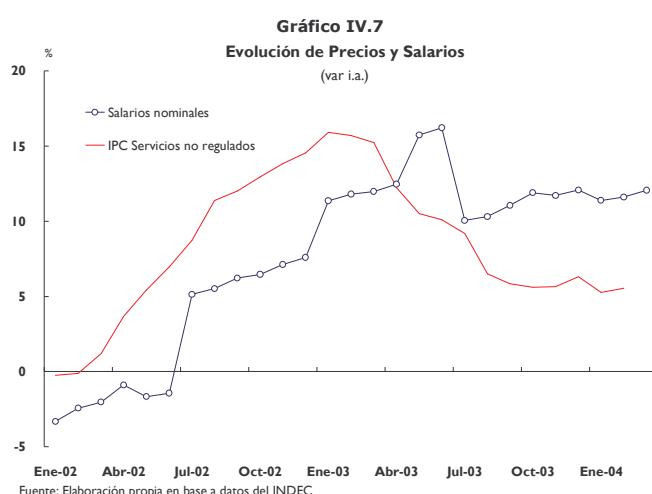
### IV.3 Salarios

Si bien la tasa de desempleo continúa siendo elevada, comienzan a detectarse excesos de demanda de determinadas habilidades técnicas que no habían sido requeridas durante años. Este factor, en conjunto con una tasa de desempleo que se mantuvo por años por encima de un dígito y una oferta educativa no necesariamente acorde con la demanda, podrían estar indicando que la tasa de desempleo estructural de la economía se ubica en niveles elevados. Esto explicaría la aparición de algunas rigideces que encuentran determinados sectores para satisfacer sus requerimientos de empleo.

De hecho, en los últimos meses se observó una aceleración en el ritmo de recuperación de los salarios, aún cuando no se considera el aumento de \$50 establecido a partir de enero de este año por el Gobierno. No sólo se observan incrementos en los salarios formales del sector privado, sino también en los que perciben los trabajadores no registrados e incluso en los del sector público. De todos modos, la diferencia entre los salarios formales e informales es elevada y los aumentos establecidos por decreto tienden a limitar el cierre de esta brecha. Actualmente, mientras los salarios formales que perciben los trabajadores del sector privado ya recuperaron prácticamente por completo la pérdida de poder adquisitivo luego de la devaluación del peso, la caída de ingresos reales de los asalariados informales y los del sector público asciende a 28% (ver Gráfico IV.6).

Como el mercado de trabajo se encuentra altamente segmentado, el origen de los aumentos se atribuye a causas diversas. En el sector formal de la economía, los aumentos homogéneos por decreto destrabaron desde mediados del año pasado las negociaciones colectivas (que retoman protagonismo a partir de la sanción de la nueva ley laboral) para readecuar las escalas de la grilla salarial. Asimismo, los bajos salarios medidos en dólares dificultan ampliar la oferta de empleo a través de migraciones, incluso de recursos humanos locales que se encuentran radicados en el exterior. En el sector informal la situación es diferente, ya que la oferta estaría acotada por el aumento en el salario de reserva que generan los planes sociales y por la brusca caída del poder adquisitivo de los salarios. Esto, en un contexto de demanda creciente, producto de la expansión generalizada que se observa en la mayor parte de los sectores de la economía, comenzó a partir de agosto del año pasado





a trasladarse a mayores salarios. De hecho, la pérdida de ingresos reales de los asalariados informales prácticamente se iguala a la pérdida que mantienen los empleados públicos, a pesar de que estos últimos recibieron la devolución del recorte del 13% a principios del año pasado y no registraron una caída en términos nominales inmediatamente después de la devaluación, como sí ocurriría con los salarios informales.

El impacto de la recomposición salarial sobre los demás precios de la economía dependerá sensiblemente de las características del sector del cual se trate. Hasta ahora, en términos agregados no se observa un traslado a precios del aumento de estos costos, ni siquiera en el caso de los servicios privados. Sin embargo se espera que este traslado comience a producirse en el mediano plazo debido a los reducidos márgenes con los que trabajan. En el caso de los bienes, a pesar de la dinámica de la productividad y los costos laborales unitarios de los últimos meses, los elevados márgenes de los que parten permitirían que se verifique una recomposición del salario nominal 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 diversas realidades entre los sectores que podrían generar presiones al alza en los precios de determinadas actividades (ver Gráfico IV.7).

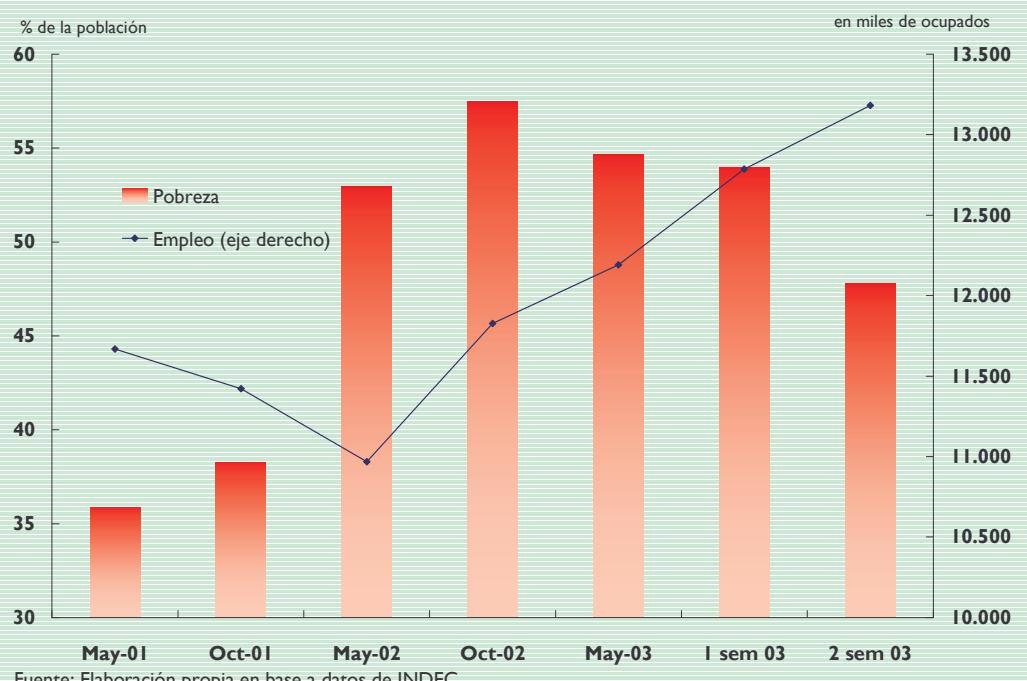


#### Apartado 4. El beneficio social del crecimiento sin inflación

Para un país acuciado por un nivel de pobreza que alcanza a casi la mitad de la población, no hay una medida más determinante del éxito de la política económica que la evolución del número de pobres e indigentes. Por eso es que el mejor indicador económico publicado desde el último Informe de Inflación es aquél que muestra una fuerte caída en el número de pobres (2,5 millones) e indigentes (3,0 millones) durante el segundo semestre de 2003 (ver Gráfico N° 1).

El fuerte aumento del empleo que alcanza a jefes de familia con ingresos por debajo de la línea de pobreza y la estabilidad de precios que permite que el aumento de los salarios redunde en un aumento del poder adquisitivo de los hogares de menores ingresos (y no meramente un aumento nominal como en tantos episodios del pasado) se combinan para ir eliminando el flagelo de la pobreza. Si bien los índices de pobreza e indigencia se mantienen en niveles todavía muy elevados, los números de fines de 2003 son los más bajos desde la salida de la Convertibilidad y se espera que hayan seguido cayendo durante el primer trimestre de 2004.

**Gráfico N° 1: Evolución del Empleo y la Pobreza**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

A modo de ejemplo, dados los actuales niveles de elasticidad empleo-producto y el salario promedio de la economía, y asumiendo que el aumento del empleo alcanza por igual a pobres y no pobres, entonces cada punto de aumento del PIB real significa una caída de aproximadamente 280 mil en el número de pobres. De la misma manera, dados los actuales aumentos de salarios nominales, por cada punto de inflación por debajo de lo proyectado, se estima que el número de pobres cae en 150 mil. Así, de cumplirse un crecimiento del PIB real del orden del 8% en 2004 y una inflación minorista en torno al 6%, el número de pobres caería 1,7 millones más que en el escenario original previsto en los parámetros del presupuesto nacional de 4% y 10,5% respectivamente. Este simple cálculo demuestra que cuanto más rápido se pueda crecer sin afectar la tasa de inflación de largo plazo, mejor estarán los argentinos más perjudicados por la crisis.





## V. SECTOR EXTERNO

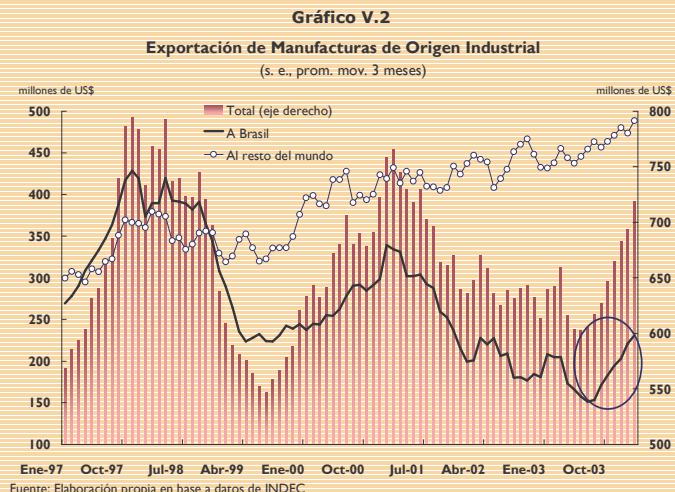
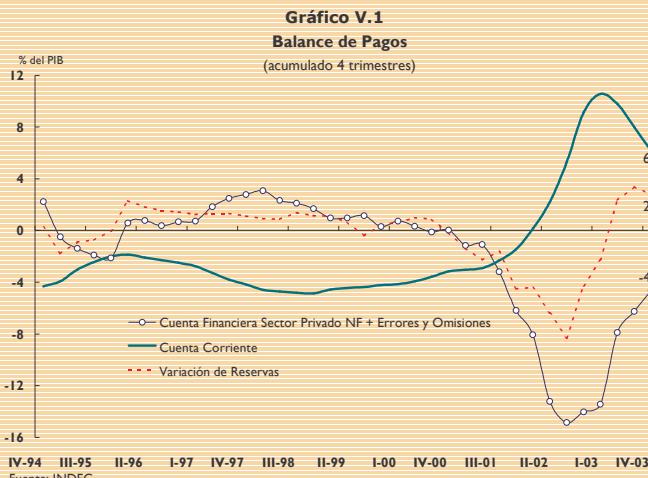
### V.1 Síntesis

*El intercambio con el resto del mundo continúa normalizándose a través de la reducción del saldo de Cuenta Corriente y la menor salida de capitales. La Balanza Comercial sigue siendo la principal fuente de ingreso de divisas al país, aunque la aceleración en el ritmo de crecimiento de las importaciones está acentuando la reducción del saldo comercial a un ritmo mayor al esperado. De todos modos, se mantienen resultados superavitarios con todos los bloques comerciales a excepción del MERCOSUR, debido principalmente al déficit comercial con Brasil generado por el mayor crecimiento relativo de Argentina, el cual se espera se reduzca conforme se acelere la recuperación en el país vecino. En base a esta dinámica y a la trayectoria esperada del PIB, se proyecta que el superávit en Cuenta Corriente se reduzca a 4 puntos porcentuales (p.p.) del PIB durante 2004.*

*Las exportaciones continúan evolucionando favorablemente, impulsadas principalmente por la mejora de sus precios y se espera que se mantenga esa dinámica en los próximos meses, para alcanzar un aumento estimado de 11% en 2004. Sigue resultando determinante la evolución de las exportaciones agropecuarias. Asimismo, el mayor nivel de actividad en Brasil comenzó a impulsar las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) que recuperaron a partir del cuarto trimestre de 2003 el dinamismo perdido en los últimos años.*

*Las importaciones aceleraron su ritmo de crecimiento, alentadas por el mayor nivel de actividad económica y se proyecta que el año finalice con un aumento de 46%. Se destaca el significativo incremento que muestran las compras de bienes de capital y sus piezas y accesorios, aunque también siguen ganando terreno las importaciones de bienes de consumo (particularmente durables y vehículos automotores) que resultaron las más afectadas por el cambio en los precios relativos. Adicionalmente, se percibe un cambio de tendencia en los precios de la canasta de importación, que luego de varios años de reducción prácticamente ininterrumpida, exhiben ahora un fuerte crecimiento.*

*En cuanto a la Cuenta Capital, se sigue observando una marcada reducción en la salida de capitales por parte del sector privado y, a su vez, una mejor composición ya que progresivamente se evidencia que una mayor proporción está siendo destinada a la reestructuración de pasivos externos del sector privado, que muestra claros signos de avance.*





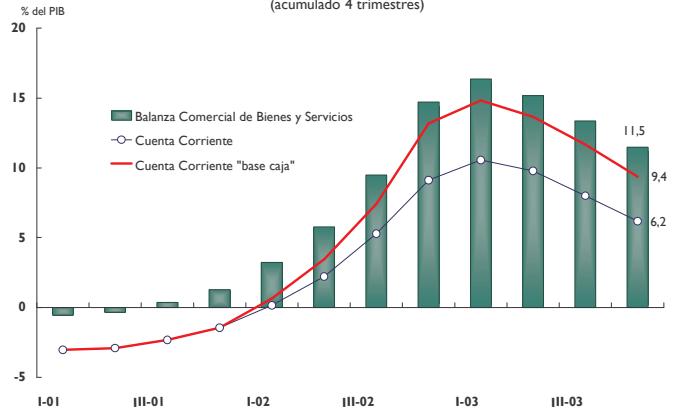
Cuadro V.1

Estimación del Balance de Pagos, Cuenta Corriente

(millones de US\$)

	I-02	II-02	III-02	IV-02	I-03	II-03	III-03	IV-03
Cuenta Corriente	1.405	2.870	2.853	2.498	2.197	3.011	1.708	1.026
Cuenta Corriente, anualizada en % del PIB	4,3	11,1	12,4	10,4	8,5	8,6	5,2	2,9
Cuenta Corriente "base caja", anualizada en % del PIB	7,4	15,6	15,3	15,1	12,2	11,8	7,6	5,8
Mercancías	3.761	4.765	4.600	4.111	4.181	4.939	3.976	3.197
Exportaciones fob	5.711	6.794	6.759	6.446	6.548	8.087	7.491	7.250
Importaciones fob	1.950	2.029	2.159	2.335	2.367	3.149	3.515	4.053
Servicios	-610	-424	-379	-274	-436	-359	-424	-327
Exportaciones de servicios	790	643	704	838	956	841	937	1.120
Importaciones de servicios	1.400	1.067	1.083	1.112	1.392	1.201	1.362	1.447
Rentas	-1.851	-1.599	-1.499	-1.549	-1.683	-1.737	-1.992	-2.013
Renta de la inversión	-1.848	-1.595	-1.496	-1.546	-1.681	-1.733	-1.989	-2.011
Intereses	-1.906	-1.715	-1.791	-1.764	-1.715	-1.734	-1.730	-1.672
Ganados	707	708	681	683	670	664	661	721
Pagados	2.613	2.423	2.472	2.447	2.384	2.398	2.391	2.393
Utilidades y Dividendos	58	120	295	218	34	1	259	-339
Ganados	116	83	108	43	164	115	83	97
Pagados	59	-37	-187	-175	130	114	343	435
Otras Rentas	-3	-4	-3	-3	-3	-3	-3	-2
Transferencias corrientes	106	128	132	211	135	168	149	169

Fuente: INDEC

Gráfico V.3  
Evolución de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos  
(acumulado 4 trimestres)

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

## V.2 Cuenta Corriente del Balance de Pagos

A lo largo de 2003 comenzó a observarse un proceso de reducción del superávit en Cuenta Corriente. Esta tendencia fue explicada por la evolución de la Balanza Comercial de mercancías, el componente de mayor peso en el Balance de Pagos (ver Cuadro V.1). A pesar del dinamismo exhibido por las exportaciones, el fuerte crecimiento de las importaciones, que se aceleró de manera notable en el cuarto trimestre a partir de la continua mejora de la actividad económica interna, provoca que el saldo de la Balanza Comercial de mercancías continúe reduciéndose a un ritmo mayor al esperado. Igualmente, el superávit en Cuenta Corriente permanece en niveles elevados en términos históricos y alcanzó aproximadamente 6,2% del PIB durante 2003. Inclusive, la Cuenta Corriente corregida por atrasos de intereses contractuales de la deuda en cesación de pagos (una aproximación al cálculo en base caja) registró un mayor superávit, que ascendió a 9,4% del PIB en 2003 (ver Gráfico V.3).

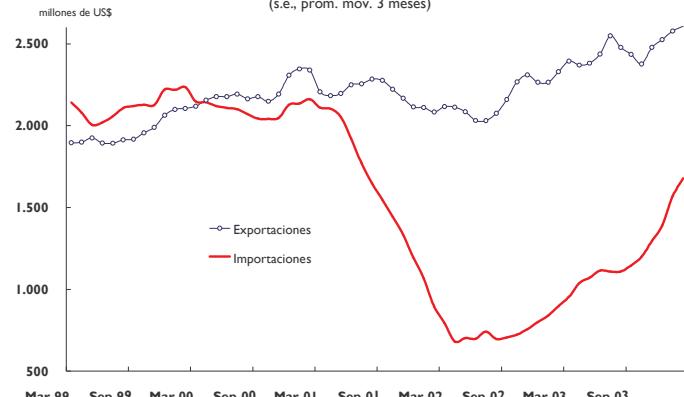
Se espera que continúe la tendencia decreciente del superávit en Cuenta Corriente acompañando la evolución de la Balanza Comercial, caracterizada por el crecimiento de las importaciones a una velocidad superior a la exhibida por las exportaciones y una recuperación del coeficiente Importaciones/PIB, que alcanzó su mínimo en el segundo trimestre de 2002 y que se espera alcance 16,8% del PIB durante 2004. Por otra parte, el avance en el proceso de reestructuración de la deuda en *default* generará seguramente una reducción en el monto de intereses devengados (generando como contrapartida un incremento en términos de caja). Se espera, entonces, que el saldo de la Cuenta Corriente converja a un resultado superavitario aunque menor al actual, en claro contraste con la década del '90 cuando el déficit promedió 2,3 p.p. del PIB.

Por su parte, la balanza de servicios, aunque deficitaria, exhibe una mejoría respecto a los registros de 2002 a raíz del crecimiento de las exportaciones, que compensó con creces la parcial recuperación de las importaciones, también fuertemente afectadas por la depreciación del peso. Es destacable el superávit de la cuenta viajes, que refleja el ingreso neto de divisas por turismo, y representa aproximadamente un 50% del total de los movimientos en la cuenta servicios. De hecho, en el último trimestre de 2003 el saldo de esta cuenta fue superavitario por primera vez desde la década del '80 a raíz del incremento del turismo receptivo.

Finalmente, se observa un flujo negativo en concepto de utilidades y dividendos, revirtiendo el signo de la cuenta por primera vez en dos años. Este fenómeno está directamente relacionado con la mejora de la actividad económica (y por ende con la generación de resultados positivos por parte de las empresas).

### Balanza Comercial

Luego de la devaluación de la moneda, a partir de la fuerte disminución de las importaciones y el aumento de las exportaciones, el saldo de la Balanza Comercial pasó a constituir el principal componente del Balance de Pagos y como tal, la principal fuente de ingreso de divisas al país. Sin embargo, el notable crecimiento de las importaciones durante 2003, que superó al de las exportaciones, redujo levemente el aporte de la Balanza Comercial al superávit de Cuenta Corriente (ver Gráfico V.4). Durante 2004 se espera que continúe esta tendencia, ya que se prevé un incremento

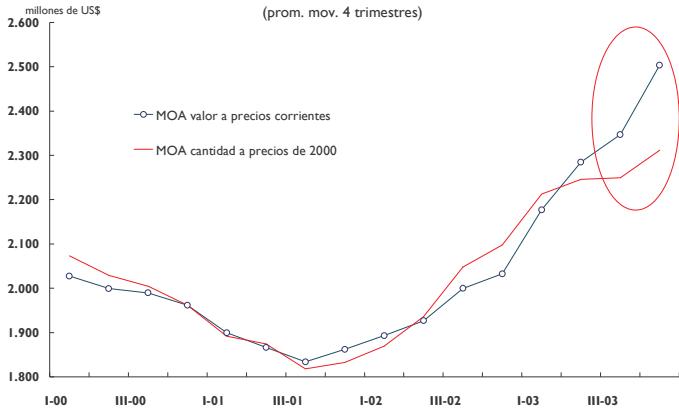
Gráfico V.4  
Comercio Exterior. Exportaciones e Importaciones  
(s.e., prom. mov. 3 meses)

Fuente: INDEC



de las importaciones de bienes de 45% i.a., para totalizar aproximadamente US\$20.000 millones, que supera en valor al aumento de las exportaciones, estimado en 12% i.a. (alcanzando por lo tanto US\$32.900 millones).

Gráfico V.5

**Evolución de las exportaciones MOA. Precios y Cantidades**  
 (prom. mov. 4 trimestres)


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

En este contexto, Argentina registra saldos comerciales superavitarios con todos los bloques económicos a excepción del MERCOSUR. Ello se debe, principalmente, al resultado negativo del comercio bilateral con Brasil, que incluso podría haber sido más elevado, debido al mayor crecimiento relativo de Argentina. El principal socio comercial de Argentina está saliendo de un período recesivo, por lo que se espera que hacia mitad de año el déficit comercial bilateral vaya reduciéndose conforme se acelere el crecimiento en esa economía (ver Apartado 5).

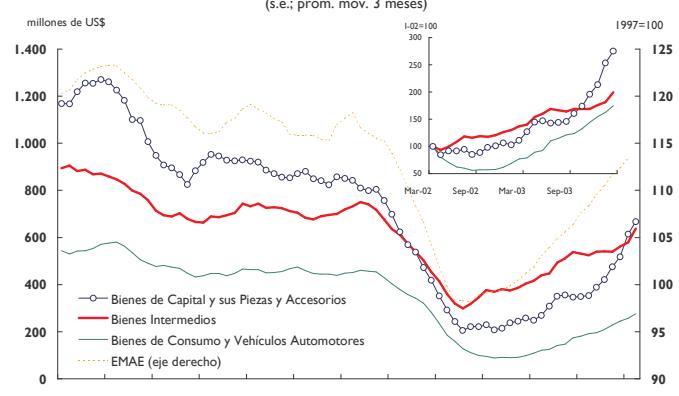
Las exportaciones de bienes continúan exhibiendo un buen desempeño, principalmente impulsadas por los precios de exportación (ver Gráfico V.5). Se espera que los precios de las materias primas se reduzcan levemente hacia el segundo semestre y, específicamente en el caso de la soja, las proyecciones del USDA prevén que los precios del complejo podrían comenzar a caer hacia septiembre u octubre, cuando se inicie la comercialización de la cosecha de EE.UU (ver Sección II.5). Igualmente, como el grueso de las exportaciones argentinas de estos productos se realiza durante el segundo trimestre del año y, en general, los precios son pactados con anterioridad al envío, el impacto de la baja de precios sería acotado.

La mejora en los precios agrícolas permite compensar la leve caída que experimentarían las cantidades según surge de las proyecciones de la cosecha 2003/2004 (ver Sección III). En este sentido, la soja continuaría siendo el componente más dinámico de las exportaciones (de hecho, durante el primer bimestre de 2004 el complejo sojero explica el 87% del crecimiento en las exportaciones totales). Por su parte, las ventas al exterior del complejo cerealero estarán en línea con las registradas el año pasado, dado que la caída de la producción y exportación de maíz sería compensada por el aumento de los envíos de trigo.

Adicionalmente, se espera que continúe el dinamismo que comenzaron a mostrar las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI), que crecieron 20% i.a en el primer bimestre del año impulsadas por la recomposición de la demanda brasileña y un aumento en las ventas a destinos como México y Chile (ver Gráfico V.2). Sin embargo, se pueden observar evidencias (todavía no concluyentes) de que la suma de una demanda interna creciente y altos niveles de utilización de capacidad instalada estaría provocando la reducción de los saldos exportables de metales comunes y sus manufacturas y productos derivados de la refinación del petróleo, que podría limitar en parte el impulso positivo dado por el crecimiento de Brasil. Las ventas de metales comunes y sus manufacturas acumulan este primer bimestre una caída de 19% i.a..

Por su parte, el incremento de las importaciones responde principalmente a la recuperación del nivel de actividad económica, acelerándose hacia finales de 2003. Dentro del panorama general se destaca el incremento de las importaciones de bienes de capital y sus piezas y accesorios impulsadas por la recuperación que exhibe la Inversión Privada (ver Sección III). También se observa una recuperación de las compras de bienes de consumo (particularmente durables y vehículos automotores) que resultaron

Gráfico V.6

**Evolución de las Importaciones por Uso Económico**  
 (s.e.; prom. mov. 3 meses)


Fuente: INDEC

**Cuadro V.2**

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	IV-03
<b>Cuenta capital y financiera</b>	<b>-3.446</b>	<b>-5.610</b>	<b>-2.586</b>	<b>-810</b>	<b>-1.867</b>	<b>-955</b>	<b>38</b>	<b>-107</b>
Cuenta capital y financiera, en % del PIB	-10,5	-21,7	-11,2	-3,4	-7,2	-2,7	0,1	-0,3
Cuenta capital y financiera "base caja"	-4.455	-6.762	-3.266	-1.935	-2.806	-2.072	-746	-1.095
<b>Cuenta capital</b>	<b>3</b>	<b>17</b>	<b>19</b>	<b>0</b>	<b>24</b>	<b>1</b>	<b>36</b>	<b>4</b>
<b>Cuenta financiera</b>	<b>-3.449</b>	<b>-5.627</b>	<b>-2.605</b>	<b>-810</b>	<b>-1.891</b>	<b>-956</b>	<b>2</b>	<b>-111</b>
Sector Bancario	-1.128	27	-898	-581	-391	-940	-462	-947
BCRA	-969	-523	-184	-132	-94	-213	-40	-521
Otras entidades financieras	-159	550	-714	-449	-297	-727	-422	-426
<b>Sector Público no Financiero</b>	<b>1.495</b>	<b>18</b>	<b>850</b>	<b>845</b>	<b>656</b>	<b>896</b>	<b>1.840</b>	<b>892</b>
Gobierno Nacional	1.475	38	819	873	661	914	1.823	857
Gobiernos Locales	78	68	83	76	64	65	75	89
Empresas y otros	-58	-89	-52	-103	-70	-83	-59	-53
<b>Sector Privado no Financiero</b>	<b>-3.817</b>	<b>-5.672</b>	<b>-2.557</b>	<b>-1.074</b>	<b>-2.156</b>	<b>-913</b>	<b>-1.375</b>	<b>-56</b>
Errores y Omisiones Netos	-146	-387	-483	-674	-260	-404	-510	-295
Variación de Reservas Internacionales	-2.187	-3.128	-215	1.014	70	1.651	1.236	624

Fuente: INDEC

las más afectadas por el cambio en los precios relativos (ver Gráficos V.6). El crecimiento del volumen importado es reforzado además por el cambio de tendencia de los precios de la canasta de importación, que luego de varios años de reducción ininterrumpida, exhiben ahora un fuerte crecimiento (3,9% i.a. en el IV trimestre de 2003 y 6% en el primer bimestre de 2004). Este aumento probablemente se encuentra influido por la depreciación del dólar y por la aceleración de la actividad económica en EE.UU. y Japón (ver Sección II).

### V.3 Cuenta Capital y Financiera

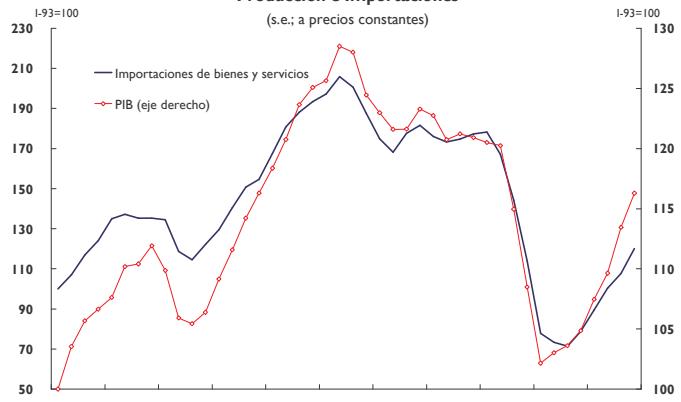
A lo largo de los últimos trimestres se ha observado una progresiva reducción del déficit en Cuenta Capital y Financiera, que incluso registró un leve superávit durante el tercer trimestre de 2003 (ver Cuadro V.2). Esta tendencia continúa siendo impulsada por una marcada reducción en la salida de capitales por parte del sector privado a partir de una menor formación neta de activos en el exterior. Por otra parte, se percibe un cambio en la composición de la formación de activos externos ya que una mayor proporción tiene como destino la reestructuración de pasivos externos en detrimento de la acumulación de activos de libre disponibilidad. Del análisis de la Cuenta Financiera del Sector Privado no Financiero y del Sector Financiero surgen evidencias de una aceleración de la reestructuración de los pasivos externos de esos sectores, como por ejemplo, la continua reducción que exhibe el flujo de atrasos de intereses (incluso con cancelaciones netas por parte del Sector Financiero) y el aumento de los pagos de la deuda (ver Gráficos V.8). Se espera que en la medida que avancen los procesos de reestructuración de pasivos externos privados, podría aumentar levemente la formación de activos externos del sector, aunque este incremento sería compensado con la reducción de la formación neta de activos externos de libre disponibilidad.

La Cuenta Financiera del Sector Público no Financiero, por su parte, sigue registrando un ingreso neto a raíz del registro de los intereses devengados impagos como financiamiento del sector, que supera a los pagos netos realizados a organismos internacionales. En la medida que se resuelva la renegociación de la deuda del Sector Público, la cuenta financiera comenzaría a exhibir un resultado negativo, reflejando los pagos netos a organismos, dado que se dejaría de contabilizar el financiamiento involuntario de los intereses de la deuda en cesación de pagos<sup>5</sup>.

### V.4 Reservas

Las Reservas Internacionales del Banco Central continúan aumentando de acuerdo a las pautas del Programa Monetario, siendo el sustancial superávit de la Balanza Comercial la mayor fuente de divisas. Las Reservas Internacionales se encuentran actualmente cerca de los US\$15.000 millones, nivel similar al registrado a fines de 2001. Se espera que continúe la acumulación de Reservas, aunque en menor medida que durante 2003, debido al menor superávit esperado en la Balanza Comercial y a la demanda neta de divisas por parte del Tesoro Nacional a partir del superávit primario del Gobierno, que sería destinado a los pagos a organismos y otras erogaciones externas.

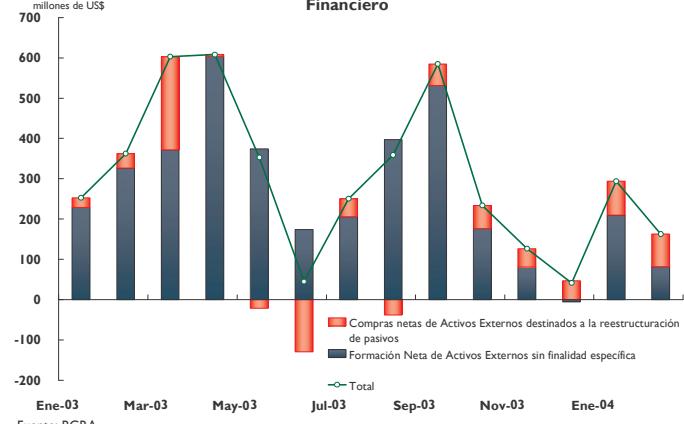
**Gráfico V.7**  
Producción e Importaciones  
(s.e.; a precios constantes)



Fuente: INDEC

**Gráfico V.8**

Formación Neta de Activos Externos del Sector Privado no Financiero



Fuente: BCRA

<sup>5</sup> Esto es, suponiendo que la regularización de la deuda en default no implicaría (al menos en el corto plazo) el pago del principal, que sería acordado con algún período de gracia y, adicionalmente, que el retorno del financiamiento externo no sería inmediato.

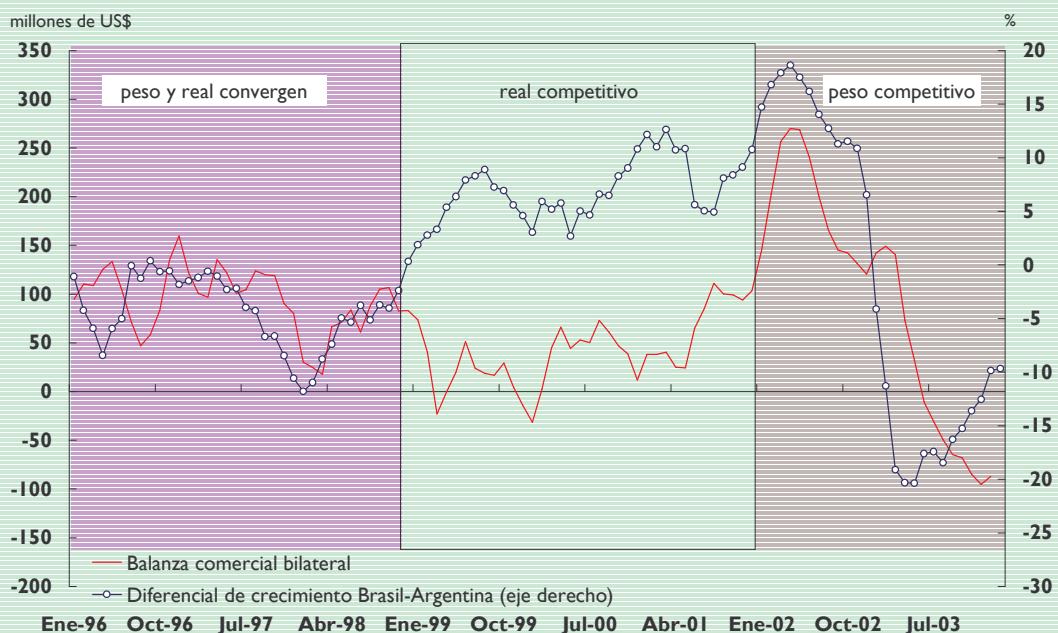


## Apartado 5. La incidencia de Brasil

El ritmo de expansión de la actividad económica de Brasil es uno de los factores externos de mayor relevancia para la evolución de nuestra economía, habida cuenta del peso de nuestro vecino en el comercio internacional de Argentina (22%). En efecto, la evolución del balance comercial bilateral desde el advenimiento del MERCOSUR demuestra que cuando el ritmo de crecimiento de la economía de Brasil es superior (inferior) al de nuestro país, la balanza comercial bilateral tiende a arrojar resultados superavitarios (deficitarios) para Argentina.

Como lo demuestra el Gráfico N° 1, estas diferencias pueden estar amplificadas o milderadas por el nivel del tipo de cambio real bilateral, que tuvo alternativas muy cambiantes durante la última década, producto de los distintos regímenes cambiarios aplicados de uno y otro lado de la frontera. Así, el balance comercial empeoró más de la cuenta para Argentina durante 1999-2001, debido a la ganancia de competitividad del real al abandonar el esquema de cambio fijo. Del mismo modo, dada la fuerte recuperación económica en Argentina y el proceso de recesión sufrido por Brasil, el balance comercial bilateral hubiera sido mucho más deficitario para Argentina en 2003, de no haber mediado la fuerte depreciación del peso, que en términos bilaterales se ha mantenido muy próxima a los niveles máximos observados a la salida de la Convertibilidad.

**Gráfico N° 1: Diferencial de crecimiento y balanza comercial bilateral**  
(prom. mov. 3 meses)



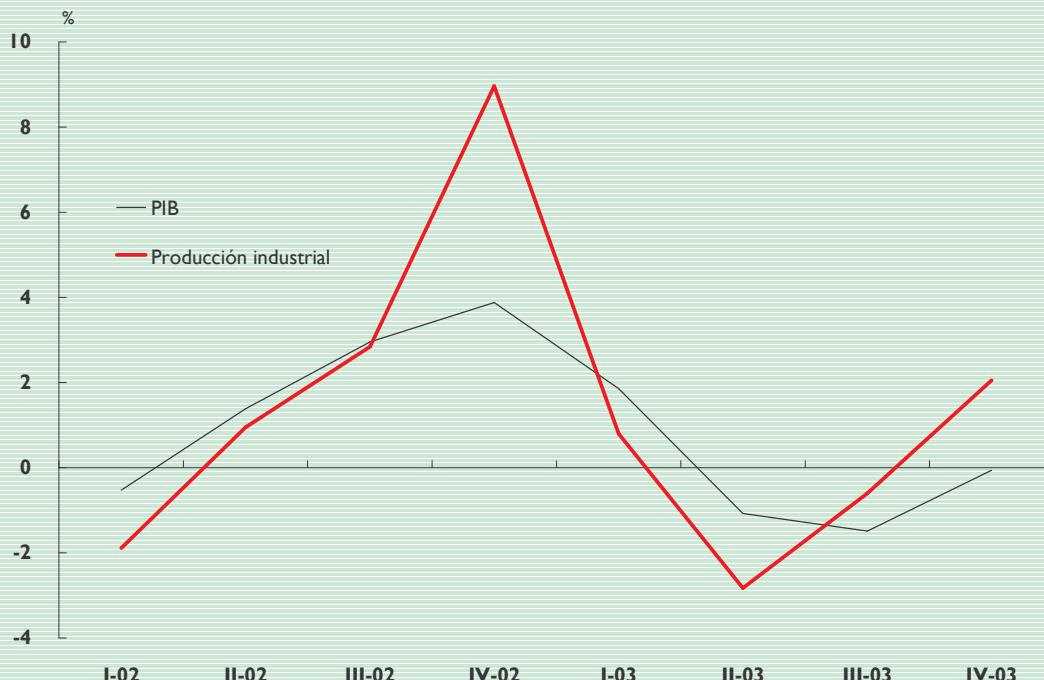
\* El diferencial de crecimiento se construye a partir de la diferencia entre las tasas de var. i.e. de la producción industrial de Brasil y Argentina. Por otro lado, un resultado negativo de la balanza comercial bilateral refleja un déficit de Argentina.

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

En 2003 el PIB brasileño cayó 0,2% como consecuencia de la recesión de la primera parte del año, ya que a partir del segundo semestre el nivel de actividad comenzó a recuperarse (ver Gráfico N° 2). De confirmarse este incipiente proceso de recuperación económica de nuestro vecino, se espera que el déficit comercial con Brasil comience a revertirse durante la segunda mitad del año. En términos desestacionalizados, el déficit mensual parece haberse estabilizado en torno a los US\$100 millones. En efecto, de acuerdo con datos de la Secretaría de Comercio Exterior brasileña (Secex), las exportaciones de Argentina a Brasil aumentaron en marzo 25% con respecto a igual mes del año anterior. Dicho crecimiento estuvo liderado fundamentalmente por exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI), las que más sufrieron durante la recesión brasileña de 2003.



Gráfico N° 2: Nivel de actividad en Brasil  
(var. i.a.)



Fuente: Instituto Brasileño de Geografía y Estadística (IBGE)

Si bien todavía son muchos los factores (fundamentalmente externos) que amenazan la recuperación económica en Brasil, es difícil imaginar que nuestro principal socio comercial vuelva a contribuir negativamente al crecimiento de Argentina como en 2003 (se estima que la recesión brasileña le costó a Argentina 1 punto porcentual de crecimiento). En efecto, se espera más bien una contribución neutra o levemente positiva.



## VI. FINANZAS PÚBLICAS

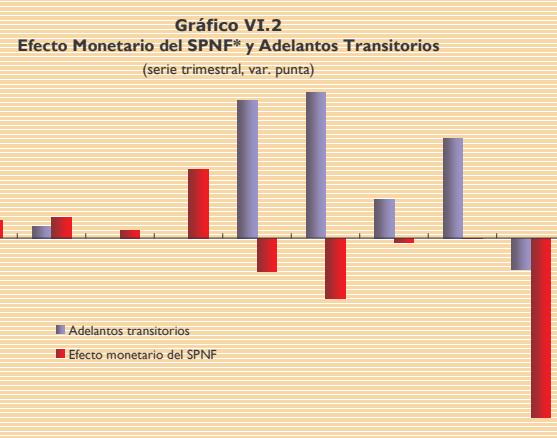
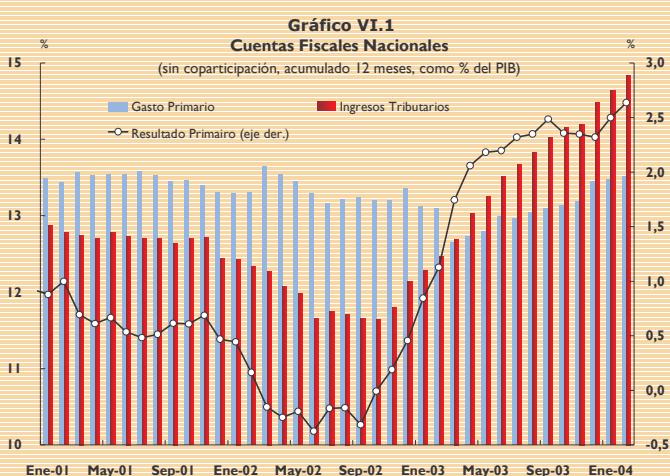
### VI.1 Síntesis

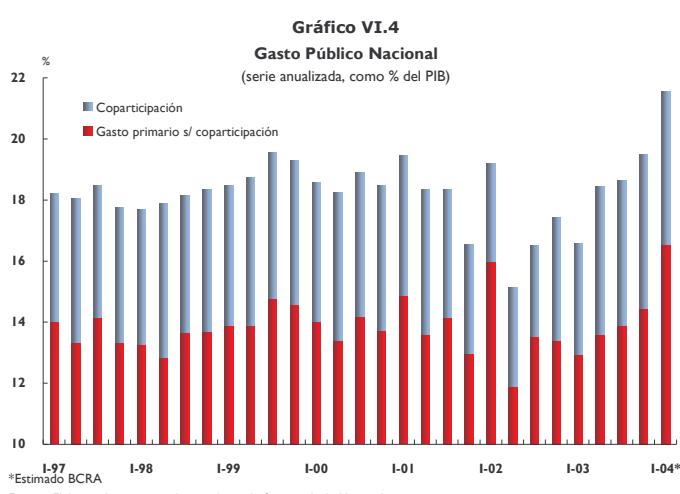
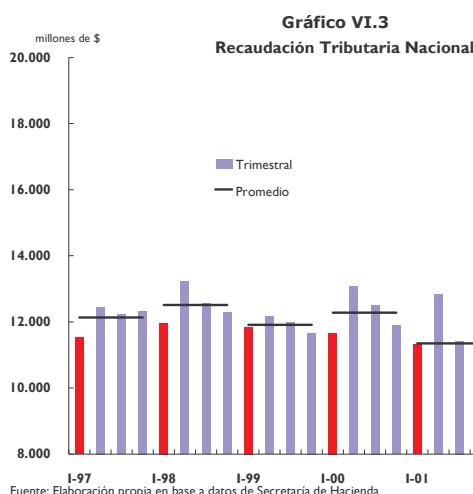
*En el primer trimestre del año continuaron mejorando las finanzas públicas. El buen desempeño de la recaudación tributaria, el mantenimiento del gasto primario dentro de los niveles previstos y el adelanto de gastos realizado en diciembre pasado, redundaron en un nuevo aumento del superávit primario en el inicio de 2004, alcanzando niveles históricamente altos.*

*El buen desempeño fiscal le permitió al Gobierno completar su programa de financiamiento con las Instituciones Financieras Internacionales (IFI) recurriendo a la asistencia del BCRA sólo para financiar el descalce de corto plazo que generó el vencimiento con el FMI a principios de marzo. En efecto, en el trimestre se produjo una reducción en el stock de adelantos transitorios de \$500 millones.*

*Para el resto del año se espera que el Gobierno cumpla con comodidad las pautas de superávit primario estimadas en el Presupuesto 2004 y en el acuerdo con el FMI. Esto le permitirá atender todos los servicios de intereses de la deuda en situación regular, y como consecuencia, se espera que las operaciones del sector público continúen siendo factor de contracción de la base monetaria, aún en un marco de potenciales bajas impositivas.*

*En cuanto a los pagos de deuda atrasada, el proceso de renegociación es seguido de cerca por el BCRA en función de las derivaciones que tendría sobre las herramientas de política monetaria y la estabilidad del sistema financiero. La resolución que se alcance continúa siendo un factor de riesgo evidente desde la perspectiva fiscal, particularmente dado el incremento de los servicios de deuda en situación regular que opera a partir de 2005.*





**Cuadro VI.1  
Comparación Resultados Respecto de Metas Acuerdo FMI**  
(millones de \$)

	Jun-03	Oct-03	Dic-03	Mar-04*
<b>Resultado Financiero Acumulado</b>	<b>1.423</b>	<b>2.305</b>	<b>1.794</b>	<b>2.529</b>
Meta FMI Acumulada	-2.198	600	350	-670
Sobrecumplimiento Meta FMI	3.621	1.705	1.444	3.199
<b>Superávit Primario Acumulado</b>	<b>4.930</b>	<b>8.118</b>	<b>8.677</b>	<b>4.213</b>
Meta FMI Acumulada	4.500	6.940	7.790	1.100
Sobrecumplimiento Meta FMI	430	1.178	887	3.113

\* Estimado BCRA

Fuente: Secretaría de Hacienda

## VI.2 Situación Fiscal en su Dimensión Monetaria

### Ingresos

El primer trimestre de 2004 continuó mostrando los buenos resultados en las cuentas fiscales que se vienen observando desde mediados de 2002. Aun así, el desempeño fue mejor al esperado, incluso por el propio Gobierno. La continuidad de la mejora en la administración tributaria y en la recaudación a raíz de incrementos en los niveles de actividad económica, junto con un manejo controlado del gasto primario por parte del Gobierno, han determinado que el resultado primario del Sector Público Nacional no Financiero (SPNF) supere en forma amplia (\$3.200 millones aproximadamente) la meta acordada con el FMI en septiembre de 2003.

El trimestre pasado registró un nivel récord de recaudación impositiva, y generó un marco más que auspicioso para el resto del año ya que los ingresos del primer trimestre han sido históricamente inferiores al promedio anual (ver Gráfico VI.3). Los principales ingresos continúan siendo aportados por IVA y Ganancias, mientras que Derechos de Exportación y el Impuesto a los Débitos y Créditos (IDCCB) siguen representando una porción importante de los recursos.

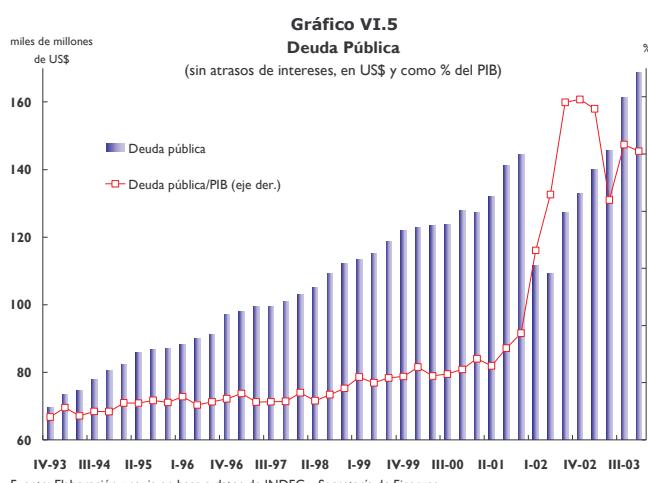
La situación fiscal actual permitiría avanzar en la reducción de impuestos, en particular del IDCCB. Esta disminución podría ser compensada por la mejora en la recaudación y en la administración de los demás tributos vigentes mediante la puesta en práctica del nuevo paquete antievasión que está delineando el Gobierno. Una reducción del IDCCB podría incrementar el nivel de operaciones del sector financiero e incorporar transacciones económicas al circuito formal, lo que permitiría que la caída en recaudación resulte parcialmente compensada.

Para el próximo trimestre se espera que la recaudación continúe mostrando fuertes incrementos respecto al año pasado, especialmente por el ingreso de los saldos de declaraciones juradas y anticipos del impuesto a las Ganancias que se verían fuertemente influidos por los buenos resultados de algunas empresas.

### Gasto y Resultado

Por el lado del gasto, el adelanto de pagos de enero a diciembre pasado generó una reducción importante de los compromisos para el primer trimestre. Sin embargo, el gasto primario acumulado en los tres primeros meses del año como proporción del PIB, excluidas las transferencias a provincias vinculadas a la recaudación impositiva, se habría acelerado respecto a períodos fiscales anteriores. No obstante, aún se encuentra dentro de los límites de las proyecciones incorporadas en el Presupuesto 2004 (ver Gráfico VI.4).

De todas formas, se espera que el resultado primario del SPNF continúe la tendencia del trimestre, para superar ampliamente todas las expectativas y las metas del acuerdo con el FMI, fundamentalmente por la mejora de la recaudación y un moderado comportamiento en el manejo del gasto público.



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y Secretaría de Finanzas

El SPNF ha continuado con el cumplimiento de su programa financiero, y sólo ha recurrido a la asistencia del BCRA para la atención de descalces transitorios por vencimientos de amortizaciones por préstamos de las Instituciones Financieras Internacionales (IFI). Adicionalmente, el Gobierno redujo el stock de adelantos transitorios en \$500 millones en el primer trimestre de 2004.

En la medida que las IFI continúen cumpliendo con los desembolsos, tal como se estima en el programa financiero del Gobierno, y que sigan los resultados positivos de las cuentas públicas, las operaciones del sector público no serán un factor de expansión de la base monetaria en lo que resta del año.

En cuanto a la situación fiscal en las provincias, si bien no se cuenta con datos consolidados oficiales actualizados desde junio de 2003, la información de los distritos económicamente más grandes está mostrando un comportamiento similar al de la administración nacional. La recaudación creció en forma importante en la mayoría de las provincias, en tanto que el gasto se ha contenido para generar resultados superavitarios en la mayor parte de las jurisdicciones.

### Deuda Pública

Por su parte, la deuda del Sector Público Nacional al 31 de diciembre de 2003 alcanzó US\$178.821 millones (139% del PIB), lo que implica un aumento de US\$9.000 millones en el trimestre (ver Gráfico VI.5 y Cuadro VI.2). Este incremento respondió, en mayor medida, a los ajustes de valuación por tipo de cambio y CER (US\$4.797 millones), el devengamiento de intereses impagos (US\$1.231 millones), y la capitalización de intereses de los bonos Globales 2018 y 2031 (US\$1.092 millones).

Cabe mencionar que en el tercer trimestre de 2003 se había incorporado al stock de deuda el Bono Garantizado Provincial (BOGAR) y parte de las emisiones de BODEN para el rescate de cuasimonedas. Asimismo, se registró el efecto de la reversión a los títulos originales de parte de los Préstamos Garantizados Nacionales (PGN).

En relación al BOGAR, la Nación impulsó un reordenamiento de las finanzas públicas provinciales e instruyó al Fondo Fiduciario para el Desarrollo Provincial para que procediera a unificar y convertir diferentes pasivos de las provincias en títulos públicos nacionales garantizados (BOGAR). El Estado Nacional actúa como garante del título, pero al mismo tiempo está facultado para retener hasta 15% de la Coparticipación Federal de Impuestos correspondientes a las provincias que hayan optado por este mecanismo de conversión de deuda para hacer frente a sus servicios financieros. La finalización de este proceso de conversión de deuda genera una mejora significativa en el perfil de los pasivos provinciales (ver Cuadros VI.3 y VI.4).

Por su parte, la reversión de los PGN ocasionó un aumento de US\$4.276 millones en el total de la deuda. En diciembre de 2001 los PGN se canjearon por títulos públicos con el fin de reducir la tasa de interés que devengaban los títulos anteriores y extender su plazo de vencimiento. Más adelante, en 2002, los PGN fueron pesificados a razón de \$1,40 por US\$1 de valor nominal, e

**Cuadro VI.2**  
**Deuda del Sector Público Nacional al 31 de diciembre de 2003**  
(millones de US\$)

	Saldo sin atrasos	Atrasos totales	Saldo con atrasos	Como % del total
<b>TOTAL</b>	<b>150.805</b>	<b>28.015</b>	<b>178.821</b>	<b>100,0</b>
SUBTOTAL MEDIANO Y LARGO PLAZO	148.279	28.015	176.295	98,6
Títulos Públicos	87.022	25.782	112.804	63,1
Moneda nacional	9.676	5.957	15.633	8,7
BODEN	4.602	-	4.602	2,6
Moneda extranjera	77.346	19.825	97.171	54,3
BODEN	13.059	-	13.059	7,3
Préstamos	61.258	2.233	63.491	35,5
PGN	14.100	-	14.100	7,9
IFI	32.118	-	32.118	18,0
Organismos Oficiales	4.571	1.895	6.466	3,6
BOGAR	9.679	-	9.679	5,4
Banca Comercial	522	303	825	0,5
Otros Acreedores	267	36	303	0,2
<b>SUBTOTAL CORTO PLAZO</b>	<b>2.526</b>	-	<b>2.526</b>	<b>1,4</b>
Adelantos Transitorios BCRA	2.526	-	2.526	1,4

Fuente: Secretaría de Finanzas

**Cuadro VI.3**  
**Deuda Provincial**  
(millones de \$)

Conceptos	Jun-02	Sep-02	Dic-02	Mar-03	Jun-03
Entidades Bancarias	16.586	18.639	1.573	1.655	1.428
Organismos Internacionales	11.570	11.619	10.514	9.050	8.956
Gobierno Nacional	211	396	601	1.195	1.494
Consolidada	1.066	1.014	1.217	1.127	1.119
Títulos Públicos	27.285	27.254	19.604	18.145	17.646
Fondo Fiduciario de Desarrollo Provincial	7.574	8.391	35.022	36.138	36.921
<b>Total</b>	<b>64.290</b>	<b>67.313</b>	<b>68.531</b>	<b>67.310</b>	<b>67.701</b>

Fuente: Secretaría de Hacienda

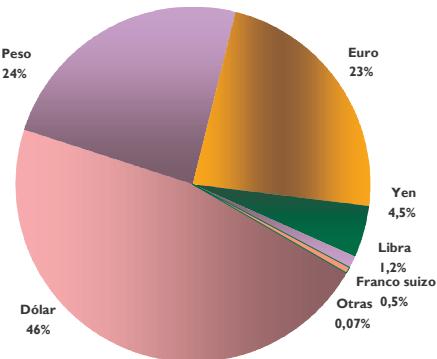


**Cuadro VI.4**  
**Conversión de Deuda Pública Provincial**  
**Decreto 1579/2002**  
 (millones de US\$)

Provincia	Monto
Buenos Aires	3.719
Catamarca	159
Chaco	539
Chubut	112
Córdoba	1.180
Corrientes	365
Entre Ríos	449
Formosa	503
Jujuy	343
La Rioja	65
Mendoza	361
Misiones	420
Neuquén	288
Río Negro	409
Salta	274
San Juan	225
Tucumán	266
<b>Total</b>	<b>9.679</b>

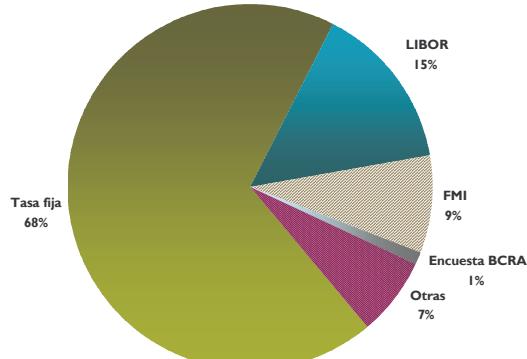
Fuente: Secretaría de Finanzas

**Gráfico VI.6**  
**Deuda Pública. Composición por moneda de denominación**  
 (al 31 de diciembre de 2003)



Fuente: Secretaría de Finanzas

**Gráfico VI.7**  
**Deuda Pública. Composición por tipo de tasa**  
 (al 31 de diciembre de 2003)



Fuente: Secretaría de Finanzas

indexados por el CER. En la misma operación, los tenedores de los PGN fueron facultados a “volver” al bono original si no aceptaban los cambios en las condiciones originales de los nuevos préstamos. El decreto 530/03 dispuso la finalización del período para aceptar la pesificación de los PGN y la reversión del canje para quienes no hubieran aceptado las nuevas condiciones. Así, los títulos públicos que dieran origen a los PGN, básicamente los bonos Globales 2018 y 2031, fueron restituídos a sus tenedores originales. El aumento generado por esta reversión, que implicó un incremento de US\$17.762 millones en el stock de títulos públicos y una reducción en el saldo de PGN de US\$13.486 millones, responde a que la mayor parte de los títulos originales (luego transformados en PGN) se encontraban denominados en dólares.

Adicionalmente, comenzaron a registrarse las emisiones de BODEN para el rescate de cuasimonedas (2011 y 2013, ambos en pesos), por un total de US\$982 millones. Del mismo modo, el saldo de BODEN 2008 en pesos, título destinado a la restitución del descuento del 13% efectuado en 2001 y 2002 a los empleados públicos y jubilados, se incrementó en US\$311 millones. Tanto para los BODEN 2011 y 2013 así como para el 2008, se espera que en el futuro continúe el registro del remanente de estos instrumentos.

Las principales características financieras de la deuda pública no se vieron alteradas significativamente en el transcurso del cuarto trimestre de 2003. Así, más de 76% se encuentra denominada en moneda extranjera y 93% se distribuye entre dólar, euro y peso (ver Gráfico VI.6).

En cuanto a su servicio, dos tercios de la deuda paga cupones de interés fijo, mientras que el resto paga tasa de interés variable. En las actuales condiciones, la tasa de interés promedio ponderada alcanza 5,8% (ver Gráfico VI.7).

En el marco de la reestructuración de la deuda pública en cesación de pagos, el Gobierno ha designado como Bancos Organizadores Internacionales a Barclays Capital, Merrill Lynch y UBS. En el ámbito local fueron seleccionados el Banco Nación, Banco Galicia y BBVA Banco Francés. Entre otras funciones, los Organizadores colaborarán en la elaboración de la propuesta y en la selección de los bancos colocadores.

De acuerdo a lo establecido por el Ministerio de Economía en la carta de intención de la segunda revisión del acuerdo con el FMI, la propuesta para la reestructuración estaría lista entre junio y agosto del corriente año.

El proceso de renegociación de la deuda pública es seguido de cerca por el BCRA en función de las derivaciones que tendría sobre las herramientas de política monetaria y la estabilidad del sistema financiero. La resolución de este proceso continúa siendo el factor de riesgo más evidente desde la perspectiva fiscal, debido especialmente al incremento de los servicios de deuda en situación regular que ocurrirá a partir de 2005.

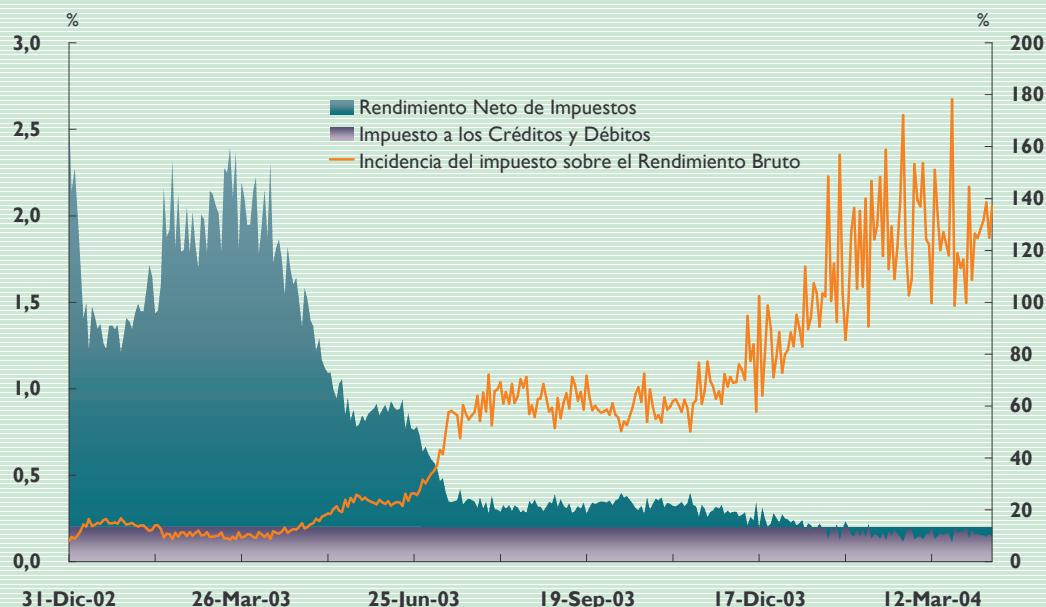


## Apartado 6. El Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias y el retorno del crédito

El Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias (IDCCB), vigente desde abril de 2001, continúa erigiéndose como uno de los principales obstáculos para la recuperación del crédito, particularmente el de largo plazo. El análisis de diferentes variables permite verificar los diversos efectos distorsivos de este tributo, entre los que se destacan el incentivo al traspaso de fondos desde depósitos a plazo hacia cuentas a la vista y efectivo, la sobreestimulación del uso de efectivo y el consecuente fomento de la informalidad en el ámbito económico, y la carga fiscal sobre el capital de trabajo de las empresas menos integradas verticalmente (fundamentalmente las PyMEs).

**Gráfico N° 1: Incidencia del Impuesto a los Débitos y Créditos**

(rendimiento efectivo de plazo fijo a 30 días de personas jurídicas, más de 1 millón de pesos)



\* Para el impuesto a los créditos y débitos se considera la tasa

Fuente: BCRA

Como consecuencia de su fácil recolección y su alta potencia recaudadora, impuestos similares han sido introducidos en varios países, generalmente en forma transitoria. Sin embargo, en comparación con otras experiencias vigentes en América Latina, la tasa aplicada en Argentina resulta excepcionalmente alta (ver Cuadro N° 1).

**Cuadro N° 1: El impuesto en América Latina**

País	Tributo	Base imponible	Alícuota vigente		Año de introducción de la versión actual
			Créditos	Débitos	
<b>Argentina</b>	Impuesto a los Créditos y Débitos en Cuentas Bancarias y Otras Operatorias (IDCCB)	Créditos y Débitos	0,6%	0,6%	2001
<b>Brasil</b>	Contribución Provisoria a los Movimientos Financieros (CPMF)	Débitos		0,38%	1997
<b>Colombia</b>	Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF)	Débitos		0,4%	1999
<b>Perú</b>	Impuesto a las Transacciones Financieras (ITF)	Créditos y Débitos	0,15%	0,15%	2004
<b>Venezuela (*)</b>	Impuesto al Débito Bancario (IDB)	Débitos		0,5%	2002

(\*) Expira en marzo de 2004. El Gobierno pidió la extensión hasta fines de 2004.

Fuente: BCRA



En efecto, la alícuota general del impuesto asciende a 1,2% si se considera a cada movimiento de fondos en forma íntegra (crédito más débito). Si bien existen numerosas exenciones y alícuotas especiales, el impuesto penaliza de igual forma tanto la entrada como la salida de fondos del sistema financiero (ver Cuadro N° 2).

**Cuadro N° 2: Alícuota del Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias**  
(alícuotas para transacciones tipo, en %)

	Débitos		Créditos	
	General	Constitución de plazo fijo a menos de 35 días	General	Acreditación de plazo fijo a menos de 35 días
<b>Monotributista (0 a 3)</b>	2,5	1	2,5	1
<b>Resto</b>	6	1	6	1

NOTAS:

El impuesto se determina sobre el importe bruto de los débitos o créditos.

Las cajas de ahorro no tributan, excepto los depósitos de cheques que tributan el 12 por mil.

Los "movimientos de fondos a través de un sistema de pagos organizado" (operatorias donde no se usan cuentas bancarias) tributan a una tasa del 12 por mil.

Los débitos y créditos vinculados con constitución de plazos fijos o compra de LEBAC u otros documentos con plazo menor a 35 días tributan a una tasa especial de 1 por mil (el resto lo hace a la tasa general).

No se cobra impuesto por transferencias interbancarias entre cuentas que tengan la misma titularidad.

El traspaso de CC a CA de un mismo titular tributa sólo por el débito en CC; el traspaso de CA a CC de un mismo titular tributa sólo por el crédito en CC.

El cobro de cheques en efectivo por ventanilla está exento (no constituye "gestión de cobranza").

Existen alícuotas especiales para ciertas actividades específicas.

Fuente: BCRA en base a Ley de Competitividad 25.413, Dec. 380/01 y modif., Nota Externa 1/01 AFIP, y Res. Gral. 1320 AFIP

Una manera de apreciar la característica distorsiva de este impuesto surge de considerar su recaudación en términos del capital de trabajo, dada su particularidad genérica de impuesto a las transacciones y, consecuentemente, su impacto diferencial sobre sectores con distinto grado de integración vertical. Asumiendo que el capital de trabajo se puede aproximar por el saldo promedio de cuentas corrientes y teniendo en consideración que la recaudación de este tributo ronda los \$600 millones mensuales, surge que el costo anual para una empresa promedio que cursa todos sus movimientos de fondos operativos por medio del sistema financiero representa más de 40%. Como los bancos tienen hoy bastante flexibilidad para trasladar ese costo, quien termina pagando el impuesto son las empresas, en especial las pequeñas y medianas.

A la elevada carga impositiva que genera para las PyMEs, hay que sumarle el significativo desincentivo al ahorro que representa este impuesto. Dado el bajo nivel de tasas nominales de interés vigentes, la constitución de un depósito a plazo fijo genera un costo impositivo superior al rendimiento de esa colocación (ver Gráfico N° 1). El depositante termina entonces concentrando sus ahorros en colocaciones a la vista y las empresas manejándose cada vez más con efectivo, reduciéndose así, artificialmente, el plazo promedio del pasivo de los bancos. Cuanto menor es el plazo promedio de captación de los bancos menores son las posibilidades de que retorne el crédito a largo plazo ya que los bancos están atentos al descalce intertemporal.



## VII. POLÍTICA MONETARIA Y MERCADO DE ACTIVOS

### VII.1 Síntesis

*Durante el primer trimestre de 2004, la política monetaria estuvo focalizada en continuar el proceso natural de monetización de la economía, en un contexto de aceleración en el ritmo de crecimiento de la actividad económica y de estabilidad en el nivel general de precios.*

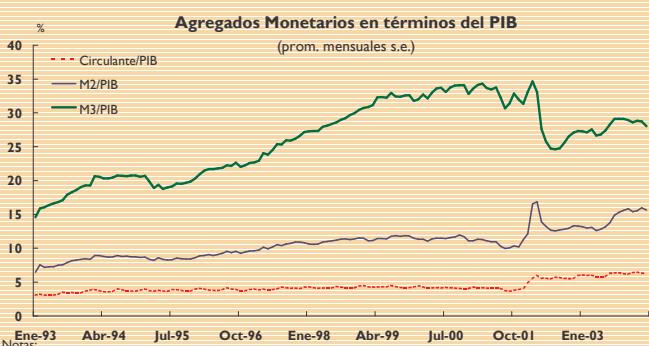
*La importante contracción monetaria asociada a pagos netos a Instituciones Financieras Internacionales (IFI) (\$1.900 millones) y a las operaciones del sistema financiero (\$300 millones), junto con la necesidad de profundizar el mercado de títulos del BCRA (LEBAC y NOBAC) con el objeto de fortalecerlos como instrumentos de política monetaria, llevó al BCRA a continuar abasteciendo la monetización de la economía a través del mercado de cambios.*

*De esta manera, la evolución de los agregados monetarios se mantuvo en línea con lo pautado en el Programa Monetario, el cual lleva diez meses consecutivos de cumplimiento. No obstante, estos presentaron un comportamiento dispar. El M2 evidenció un importante crecimiento (43% i.a.) explicado fundamentalmente por la evolución de los depósitos transaccionales, mientras que el M3 registró un aumento mucho más leve (18,5% i.a.). La causa de esta divergencia se puede encontrar en la incidencia del Impuesto a los Débitos y Créditos Bancarios (IDCCB) que ha desincentivado las colocaciones a plazo.*

*Las tasas de interés, impulsadas por la referencia de los rendimientos de los títulos del BCRA, continuaron descendiendo. La estructura de tasas registró un cierto aplanamiento, al tanto que se extendieron los plazos de maduración con la introducción de letras a 2 y 3 años. Las tasas de interés pasivas continuaron disminuyendo, aunque a un ritmo cada vez menor, para situarse en sus mínimos históricos (2,4% para depósitos a 30 días de plazo) mientras que las tasas de interés activas mostraron caídas más marcadas, la dinámica opuesta a la de 2003.*

*Un panorama de expectativas favorables, en conjunción con la readecuación normativa implementada a lo largo de 2003 tendiente a facilitar el otorgamiento de nuevas financiaciones a empresas, permitió que el crédito al sector privado reafirme su proceso de recuperación en el primer trimestre del año, generándose de esta manera un incremento de \$190 millones, y una suba acumulada de más de \$600 millones con respecto al piso registrado en agosto de 2003. El mes de marzo en particular mostró la mayor variación positiva mensual desde 1998.*

Gráfico VII.1

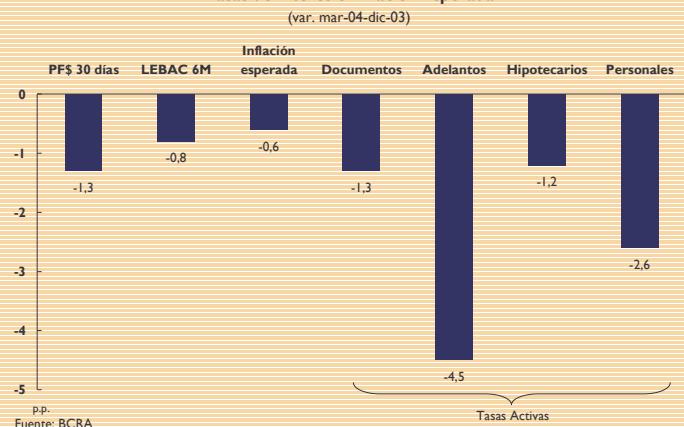


Fuente: BCRA

Gráfico VII.2

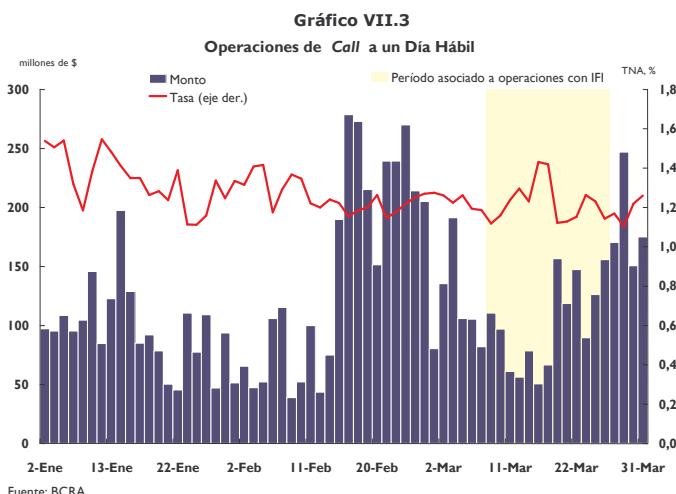
Tasas de Interés e Inflación Esperada

(var. mar-04-dic-03)





## VII.2 Política Monetaria y Tasas de Interés



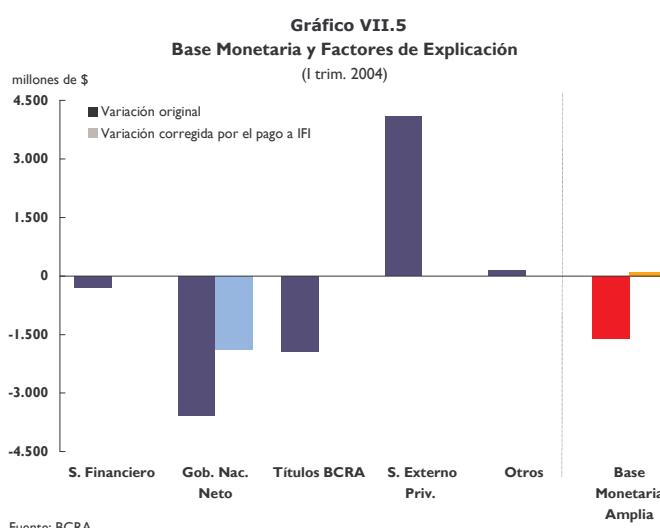
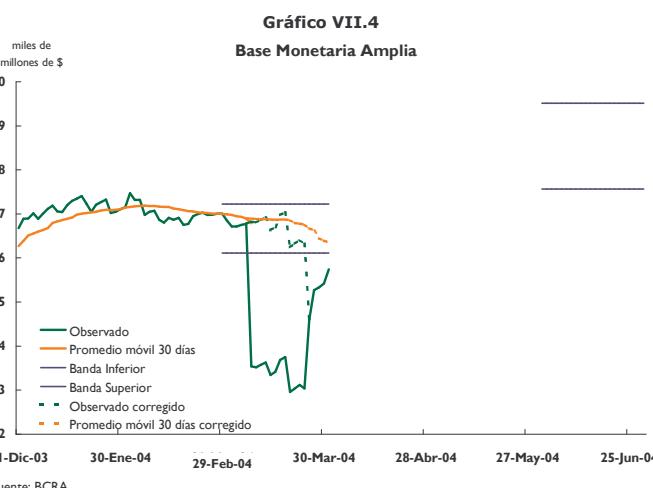
Durante el primer trimestre del año la evolución de los agregados monetarios se vio significativamente influenciada por movimientos contables asociados a los pagos realizados por el Gobierno Nacional a las IFI durante el mes de marzo, los cuales fueron financiados en parte con fondos públicos provenientes del sistema financiero local (\$4.540 millones). En especial, el pago realizado al FMI el 9 de marzo generó una contracción transitoria de la Base Monetaria Amplia (BMA) de \$3.300 millones que se restituyó parcialmente (el Gobierno canceló adelantos transitorios por un monto superior al que había recibido al momento de realizar el pago) a las dos semanas, en ocasión del ingreso de los fondos por parte del organismo internacional.

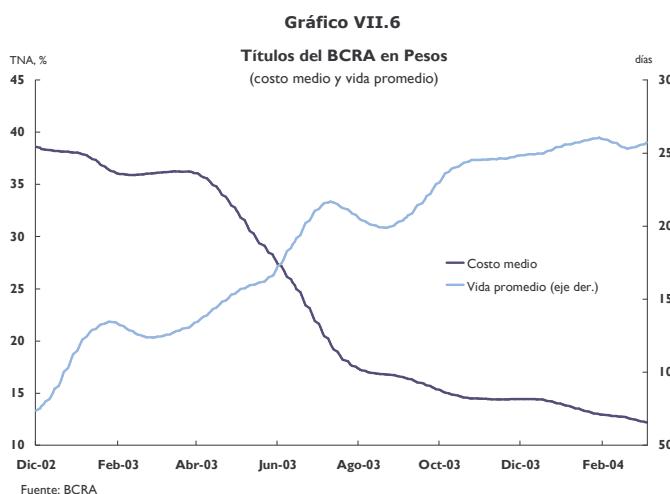
En un contexto de demanda de saldos reales constante, una contracción monetaria de tal magnitud debería haber generado un importante aumento del costo del dinero. No obstante, la caída en los saldos del sistema financiero representó una disminución transitoria en la demanda de dinero por parte del sector público, lo cual, aunado a la holgada situación de liquidez del sistema financiero en general y de los bancos públicos en particular redundó en que un retiro de depósitos públicos de semejante importancia no alterase el equilibrio monetario, tal como lo evidencia la evolución de las distintas tasas de interés durante las últimas semanas de marzo (ver Gráfico VII.3).

Dado que esta caída transitoria en los agregados monetarios es una variación contable sin efecto económico tanto para el diseño como para la ejecución de la política monetaria, se procedió a depurar la evolución de la BMA promedio (y demás agregados monetarios) de esta contracción transitoria, presentándose una BMA ajustada como si el desembolso del FMI hubiera ocurrido el mismo día del pago, tal cual estaba previsto en el acuerdo. De esta forma, en todo el análisis que a continuación se expone, los niveles y las variaciones de las variables incluidas se encuentran netas del ajuste mencionado. Para su comparación, entre paréntesis se incluyen las cifras observadas, o sea, sin el ajuste contable asociado a la operación de pago y desembolso realizada con el FMI.

De esta manera, la BMA registró en marzo un nivel promedio de \$46.375 millones (\$44.678 millones), levemente por encima del límite inferior del Programa Monetario 2004 (ver Gráfico VII.4), implicando una variación con respecto a diciembre 2003 de \$102 millones (-\$1.595 millones), la cual se explica en parte por el comportamiento estacional (negativo) que regularmente se registra durante el primer trimestre del año. El cambio interanual de la misma fue de 21,8% (17,3%) en tanto que con respecto a diciembre la variación ascendió a -3,1% s.e. (-6,6% s.e.). De este modo, se cumplió con el Programa Monetario por tercer trimestre consecutivo, contrariamente a las expectativas del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) que anticipaban valores hasta \$1.000 millones por encima de la banda superior del programa durante el trimestre.

Los factores que explican la variación de la BMA en el primer trimestre del año no difirieron de lo observado durante 2003 (ver Gráfico VII.5). Dada la magnitud de la financiación con fondos del sistema financiero local para los pagos a las IFI realizados en el período, las operaciones del sector público fueron el principal





factor de contracción de la BMA, generando una disminución de la misma de \$1.892 millones (\$3.589 millones).

Por su parte, el sector financiero resultó contractivo en \$301 millones. Este resultado estuvo vinculado fundamentalmente a la cancelación de pases activos, intereses por redescuentos y al vencimiento, en marzo, de la primer cuota del esquema de cancelación de las asistencias otorgadas por BCRA, estipulado en la Comunicación A 3941 (esquema conocido como *Matching*).

En consonancia con la política de desarrollo del mercado de títulos del BCRA, otro importante factor de contracción monetaria fue la colocación de LEBAC y NOBAC, que llevó una disminución de la BMA de \$1.935 millones. A fines de marzo el stock de títulos del BCRA en circulación totalizó VN \$12.383 millones, de los cuales VN \$9.053 millones correspondieron a LEBAC denominadas en pesos, VN \$2.605 millones a LEBAC ajustables por CER, VN \$506 millones a NOBAC y el resto a LEBAC emitidas en dólares. La maduración media del stock de títulos emitidos en pesos (incluyendo aquellos actualizables por CER) aumentó 30 días respecto al último día del año 2003, ubicándose en 282 días; en tanto que el costo medio de la cartera se redujo en 2,8 p.p. en el mismo período (ver Gráfico VII.6). La negociación secundaria de títulos del BCRA continuó realizándose activamente, manteniéndose la elevada participación en los montos operados de los títulos de mayor duración. El volumen operado en el primer trimestre fue 23 veces superior al correspondiente al mismo período del año anterior (\$120 millones en marzo).

La importante contracción monetaria generada por los factores hasta aquí descriptos llevó al BCRA a abastecer la monetización de la economía a través del mercado de cambios. Las operaciones del BCRA en el mercado de divisas, implicaron un aumento de \$4.085 millones de la BMA.

Considerando la composición de la BMA, las reservas bancarias amplias se redujeron en el trimestre \$400 millones (\$2.100 millones), esto es 0,2% (10%). Por su parte, el circulante en poder del público se incrementó en alrededor de \$500 millones, representando una variación de 4% s.e. entre marzo y diciembre, la cual asciende a 21% i.a..

La situación de abundante liquidez existente en el sistema se sostuvo también durante el primer trimestre del año aún a pesar de la considerable contracción que significó el retiro transitorio de fondos para el pago a las IFI en marzo. Por ello, resulta conveniente diferenciar en el período la evolución de la liquidez en los bancos públicos de la correspondiente a los bancos privados. Específicamente, si se considera la posición de efectivo mínimo en pesos por grupo de bancos se observa que los bancos públicos redujeron la posición respecto a diciembre del año anterior en aproximadamente 4,4 p.p. en tanto los bancos privados mantuvieron relativamente constante su posición en torno a 6 p.p. (ver Gráfico VII.7). Por su parte el segmento en dólares no evidenció cambios significativos en el trimestre en tanto continúa con elevados niveles de liquidez.

En lo que respecta al comportamiento de las tasas de interés, éstas continuaron reflejando el sesgo de la política monetaria. En el mercado de títulos del BCRA, al comparar los resultados de la

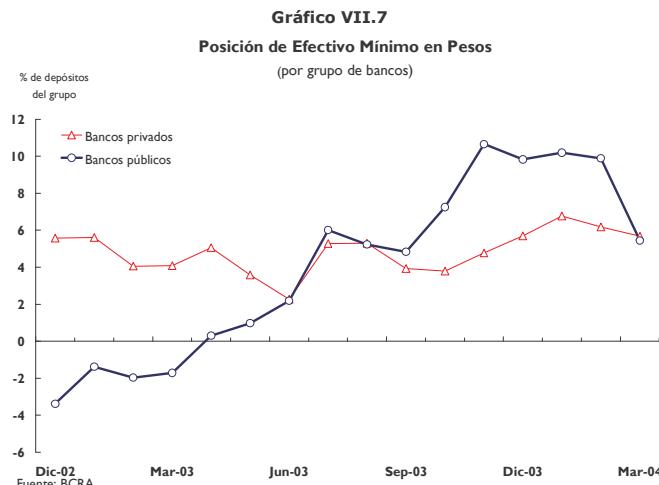




Gráfico VII.8

Curva de Rendimientos de Títulos del BCRA en Pesos

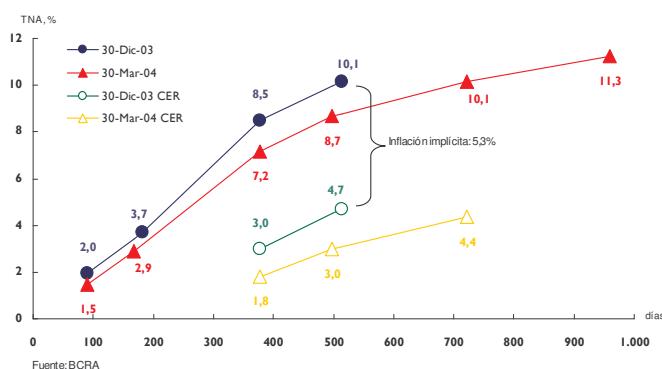


Gráfico VII.9

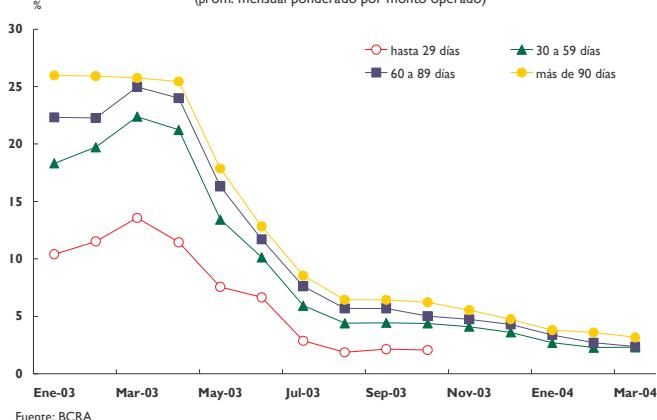
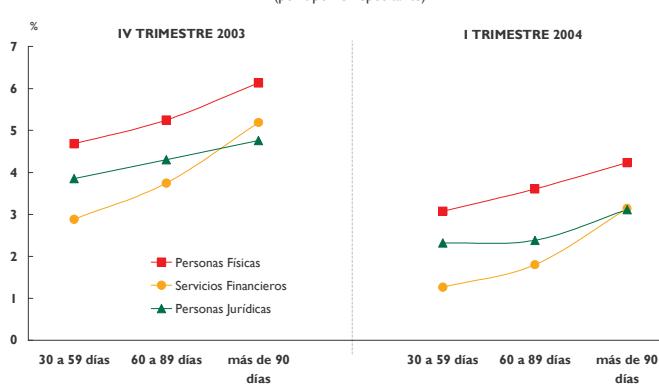
Tasa de Interés por Depósitos a Plazo Fijo en Pesos  
(prom. mensual ponderado por monto operado)

Gráfico VII.10

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

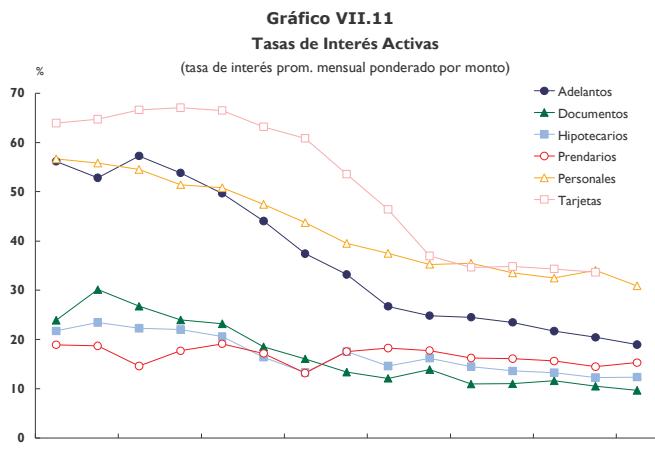
última licitación del trimestre respecto a la de fines del año anterior, se observa la consolidación del aplanamiento de la curva de rendimientos. Mientras que para los instrumentos en pesos de 3 y 6 meses de duración las tasas de interés implícitas disminuyeron 0,5 p.p. y 0,6 p.p. respectivamente, para aquellos de 12 y 18 meses se redujeron en 1,3 p.p.. También se registraron caídas en las tasas de interés para las LEBAC indexadas por CER, que pasaron de 3% a 1,8% en el caso de títulos de 12 meses y de 4,7% a 3% para aquellos de 18 meses. La estructura de tasas de interés de corto y mediano plazo continuó completándose a partir de la introducción de LEBAC de 2 años en pesos y en pesos ajustables por CER en el mes de marzo, las que registraron rendimientos de 10,1% y 4,4% respectivamente al término del trimestre. Las NOBAC en pesos tuvieron un rendimiento de 11,3% a fines de marzo, 1 p.p. menos que en enero, en tanto que las emitidas con ajuste por CER se colocaron a una tasa de 5,2% en la última licitación del trimestre, 0,8 p.p. menor que en diciembre (ver Gráfico VII.8). La inflación implícita en el margen entre las tasas de corte de las LEBAC en pesos y aquellas ajustables por CER, se mantuvo en 5% para 12 meses, 2 p.p. inferior al pronóstico del REM a fines del trimestre para dicho período.

En un contexto de holgada liquidez, se observó un nuevo descenso en las tasas de interés (tanto en el nivel como en su volatilidad) en el mercado de préstamos entre entidades financieras (mercado de "call") a la vez que continuaron muy bajos los montos operados (\$130 millones), los cuales correspondieron a entidades mayoristas que utilizaron este mercado para fondear sus actividades de *trading*. La tasa de interés interbancaria de marzo fue 1,2%, la menor de los últimos 25 años, siendo 7,1 p.p. inferior a la de un año atrás y 0,4 p.p. más baja que la del trimestre anterior.

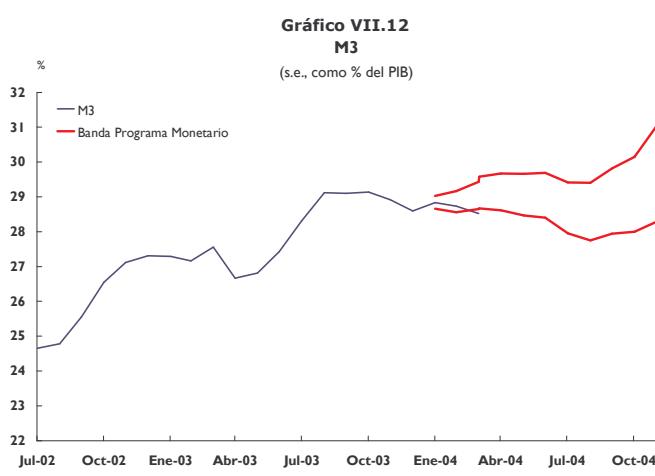
Las tasas de interés pasivas continuaron disminuyendo durante el primer trimestre, aunque se observa una desaceleración del ritmo de caída, dado que se encuentran en los mínimos históricos. En el caso de las colocaciones entre 30 y 59 días, que representan 83% del total operado, las tasas de interés finalizaron el trimestre en niveles cercanos a 2,3%, registrando una baja de 1,3 p.p. respecto a fines del año pasado (ver Gráfico VII.9). Al comparar las curvas de rendimiento de los primeros tres meses de 2004 respecto a las del último trimestre de 2003, se constata un descenso de las mismas para todos los tipos de depositante y en todos los estratos de monto, que equivale a 2 p.p. en promedio; en tanto que su estructura se mantuvo inalterada (ver Gráfico VII.10). Para cada plazo, las tasas de interés más altas continúan correspondiendo a las colocaciones de menor monto realizadas por personas físicas, en línea con la política de fidelización de clientes que vienen llevando a cabo las entidades financieras, instrumentada a través de la oferta de mayores tasas de interés a los pequeños depositantes en relación a los grandes. Análogamente, la tasa de interés promedio del trimestre recibida por las colocaciones de más de \$1 millón se ubicó alrededor de 1,8%, mientras que la percibida por los depósitos de menos de \$100.000 alcanzó 3,4%.

Durante el primer trimestre del año también continuó la tendencia decreciente de las tasas de interés activas<sup>6</sup>, en todas las líneas de préstamos. De este modo, estas tasas de interés se encuentran

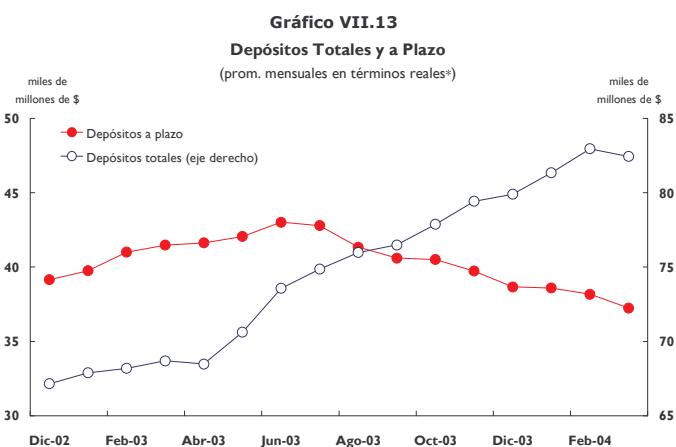
<sup>6</sup> La información sobre tasas activas surge del requerimiento informativo mensual SISCEN 08, y del requerimiento diario SISCEN 18 con datos de préstamos otorgados al sector privado en Capital Federal y Gran Buenos Aires. Todos los datos son provisорios y están sujetos a revisión.



Fuente: BCRA



Fuente: BCRA



\*Cifras corregidas por el pago a IFI

Fuente: BCRA

actualmente en niveles históricamente bajos, siendo inferiores a las vigentes durante el período de la Convertibilidad. Se destaca la caída en las líneas comerciales, que ajustaron en mayor medida sus tasas de interés, con bajas en el último trimestre de 4,5 p.p. (38,3 p.p. i.a.) para adelantos en cuentas corrientes y 1,3 p.p. (17,1 p.p. i.a.) para los préstamos documentarios. Las líneas de consumo registraron bajas algo más modestas en el último trimestre, 1,2 p.p. (33 p.p. i.a.) para tarjetas de crédito y 2,6 p.p. (23,6 p.p. i.a.) en el caso de los préstamos personales (ver Gráfico VII.11). De esta forma, como en los últimos meses las tasas de interés activas se han reducido con mayor fuerza que las pasivas (que se habían ajustado previamente) los spreads comenzaron a reducirse, y se espera que en los próximos meses, a medida que avance el proceso de recuperación de la actividad financiera, continúe la convergencia.

### VII.3 Agregados Monetarios

Tanto el circulante en poder del público como los agregados monetarios más amplios (M3) se mantuvieron relativamente estables en relación al PIB (ver Gráfico VII.12), no obstante se observa un mayor crecimiento de los medios de pago en pesos (M2). Este diferente comportamiento entre el M2 y el M3 se puede explicar por la incidencia del Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias (IDCCB), que afecta las decisiones de composición de activos en el margen, elevando la preferencia por la liquidez de los agentes económicos, e incentivando las colocaciones a la vista en detrimento de aquellas a plazo, efecto que se intensifica cuando las tasas de interés están en un proceso de caída. Por otra parte, como se explica en la sección anterior, la evolución de los agregados monetarios durante el primer trimestre se vio transitoriamente afectada por el efecto del pago y posterior desembolso a las IFI<sup>7</sup>.

El M2 continuó evidenciando un sostenido crecimiento a lo largo del primer trimestre del año. Es así que, en términos interanuales alcanzó un aumento de 43% (40%) explicado fundamentalmente por el crecimiento de los depósitos a la vista. Entre diciembre y marzo, el incremento de este tipo de colocaciones fue de aproximadamente \$4.700 millones (\$3.400 millones), lo que representa una variación de 13% (9,4%) y se concentró principalmente en los depósitos en cajas de ahorro.

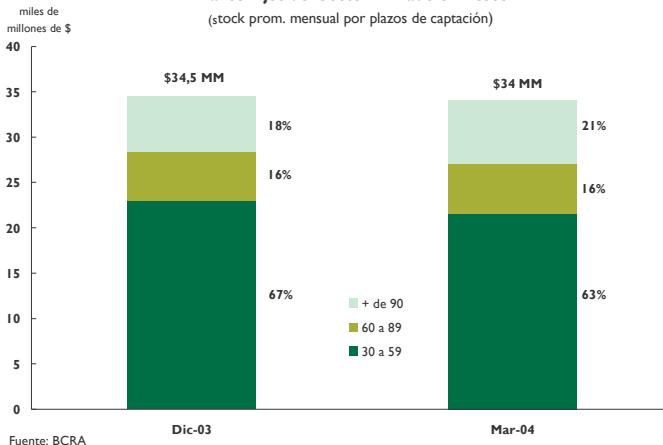
Por su parte, el circulante amplio en poder del público presentó un aumento de alrededor de \$500 millones respecto al promedio de diciembre de 2003, lo cual, una vez ajustado por factores estacionales arroja una suba trimestral del 4%, y de 21,5% en términos interanuales. En términos del PIB, si bien aumentó levemente (0,3 p.p.) se mantiene en el entorno del 6%, nivel superior en alrededor de 2 p.p. al observado durante el período de la Convertibilidad, lo cual es en parte explicado por el traspaso de una economía bimonetaria a otra en la cual el grueso de las transacciones se realiza en pesos.

La variación interanual del agregado monetario más amplio (M3), fue de 18,5% (16,8%), en tanto que en el trimestre registró una suba de 3,3% (1,8%). Sin embargo, la composición del mismo ha cambiado significativamente, registrándose un traspaso de

<sup>7</sup> De este modo, en el texto se exponen los valores ajustados por dicho efecto y entre paréntesis se incluyen, para su comparación, los valores sin ajustar.

**Gráfico VII.14**

**Plazos Fijos del Sector Privado en Pesos**  
(stock prom. mensual por plazos de captación)



depósitos a plazo hacia colocaciones a la vista, lo que explica el crecimiento del M2 por encima de la tendencia, a pesar de que la oferta monetaria medida a través del M3 se encuentra todavía alrededor de 28 puntos del PIB, por debajo de los niveles registrados hacia fines de la década del '90.

### Depósitos a plazo

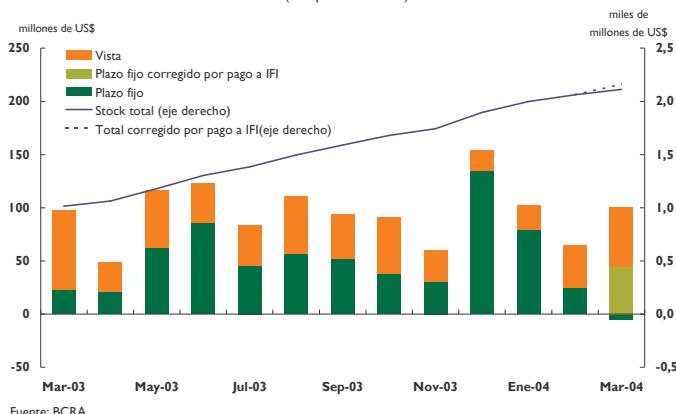
Las colocaciones a plazo disminuyeron en el trimestre \$1.050 millones (\$1.380 millones), lo que implica una variación de -2,6% (-3,4%) (ver Gráfico VII.13). La caída de este tipo de depósitos puede descomponerse en un descenso de \$950 millones, esto es 18,1%, del stock de CEDRO ajustados por CER y en una baja de \$100 millones (\$430 millones), lo que implica una caída de 0,3% (1,2%) de las colocaciones a plazo fijo.

La salida de depósitos se concentró en los plazos menores. En efecto, las imposiciones entre 30 y 59 días de plazo registraron una caída de \$1.130 millones (\$1.460 millones), mientras que los fondos colocados a más de 60 días crecieron más de \$1.000 millones, siendo el segmento de las colocaciones entre 180 y 365 días el que registró la variación más significativa, del 20%, la cual ascendió a \$480 millones. El desplazamiento de los fondos hacia plazos más largos se aprecia también al comparar la estructura del stock de estas colocaciones según el plazo contractual del primer trimestre del año en relación a la del trimestre anterior. De hecho, la participación sobre el total de las colocaciones entre 30 y 59 días pasó de 67% a 64% (63%), la de los depósitos entre 60 y 89 días se mantuvo en 16%, mientras que la de las imposiciones a más de 90 días se incrementó 4 p.p., ubicándose en 21% al finalizar el trimestre (Gráfico VII.14).

Respecto al tamaño de los depósitos, la contracción de las colocaciones a plazo fijo se produjo en las imposiciones menores a \$1 millón. Este segmento presentó una reducción de \$640 millones, que fue compensada en parte por el incremento de \$530 millones (\$200 millones) de las colocaciones superiores a \$1 millón, que en su mayoría corresponden a grandes empresas e instituciones prestadoras de servicios financieros (ART, AFJP, FCI, etc.).

### Depósitos en Dólares

**Gráfico VII.15**  
**Depósitos en Dólares**  
(var. prom. mensual)



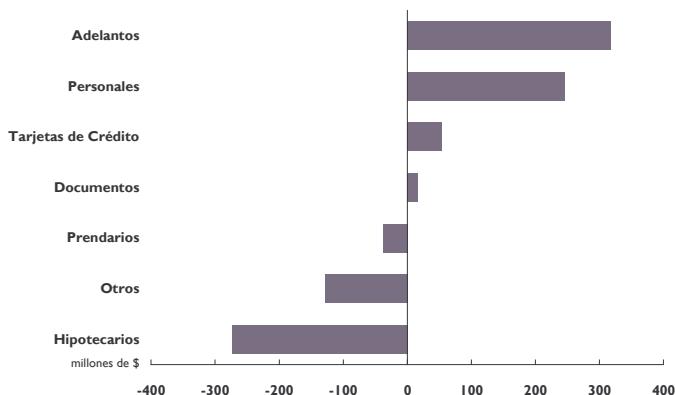
Caracterizados por una sostenida tendencia creciente, los depósitos en dólares aumentaron US\$270 millones (US\$218 millones) en el primer trimestre de 2004, un incremento semejante al registrado en el último trimestre del año pasado. No obstante, en oposición a meses anteriores en los cuales los depósitos a plazo lideraban el crecimiento de las colocaciones en moneda extranjera, los primeros meses de 2004 se caracterizaron por un crecimiento relativamente homogéneo de colocaciones tanto a plazo como en cajas de ahorro, US\$150 millones (US\$100 millones) y US\$120 millones, respectivamente (ver Gráfico VII.15).

El stock promedio de depósitos en dólares asciende en marzo a US\$2.160 millones (US\$2.100 millones), acumulando un crecimiento de 14% (11%) en lo que va del año y de 113% (108%) respecto a marzo del año pasado.



Gráfico VII.16

Variaciones en el Saldo de Financiaciones al Sector Privado  
(préstamos en pesos por línea de financiamiento - I trimestre 2004)



Fuente: BCRA

### Crédito al sector privado

A lo largo del primer trimestre del año, el stock de préstamos al sector privado continuó evidenciando un comportamiento alejador, con un crecimiento de alrededor de \$190 millones respecto a diciembre del año anterior y una suba acumulada de más de \$600 millones en relación al piso registrado en agosto de 2003, en tanto que en marzo se registró la mayor variación positiva desde marzo de 1998, con un incremento de \$580 millones.

No obstante, los diferentes tipos de préstamos presentaron un comportamiento heterogéneo (ver Gráfico VII.16). Las líneas que evidenciaron mayor dinamismo fueron las comerciales y de consumo, mientras que los préstamos con garantía real continuaron contrayéndose. Los adelantos en cuenta corriente crecieron \$320 millones respecto a diciembre de 2003. Si desagregamos la línea de adelantos por tipo de depositante, se observa que son las personas jurídicas quienes explican el crecimiento de estos créditos y, en particular, aquellas que operan por importes superiores a \$1 millón; se trata de financiaciones a grandes empresas generalmente vinculadas a actividades exportadoras, que financian parte de su capital de trabajo.

De la mano del incremento del empleo y de la masa salarial, la recomposición del consumo y la mejora de las expectativas, los préstamos personales aumentaron \$250 millones y las financiaciones con tarjeta de crédito \$50 millones. Las líneas de más largo plazo continuaron contrayéndose aunque a un ritmo algo menor, lo que indica que el punto de inflexión en estas líneas se encuentra algo más cercano. Los préstamos hipotecarios se redujeron \$270 millones mientras que los prendarios sólo \$40 millones.

### VII.4 Mercado de Cambios

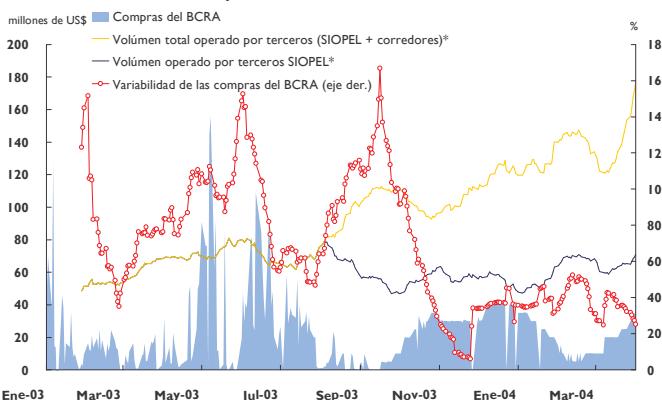
El paulatino crecimiento del volumen operado en el Mercado Único y Libre de Cambios (MULC), conjuntamente con la mayor participación de los corredores continúa dando lugar a una creciente liquidez del mercado. De esta forma, el volumen operado continuó incrementándose y alcanzó durante el primer trimestre un promedio diario de US\$163,6 millones frente a un volumen promedio de US\$121,5 millones diarios durante la segunda mitad de 2003. Adicionalmente, como consecuencia de esta dinámica se redujo progresivamente el peso relativo de la intervención del BCRA en el MULC (ver Gráfico VII.17). Cabe señalar el comportamiento más previsible de las operaciones en el mercado cambiario, tal como se refleja en la caída en la volatilidad de las mismas de 7,7 p.p. durante el primer trimestre del año.

Particularmente, durante el primer trimestre de 2004, el MULC mostraría un superávit similar al registrado durante igual período de 2003. Tal comportamiento fue explicado por el fuerte saldo positivo del balance comercial, parcialmente compensado por una salida neta a raíz de operaciones de capital y de pagos de rentas y servicios (ver Sección V).

En este período, el BCRA intervino en el mercado de cambios de forma predecible y estable, de acuerdo a los lineamientos establecidos en el Programa Monetario, constituyéndose como comprador neto por US\$1.202 millones. Esta fue la principal fuente

Gráfico VII.17

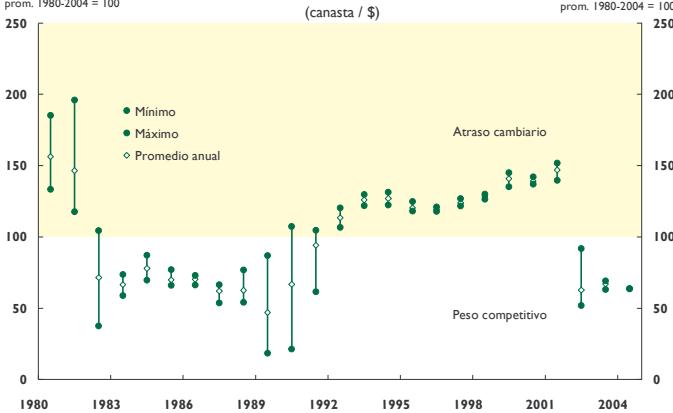
Compras Diarias de Divisas del BCRA



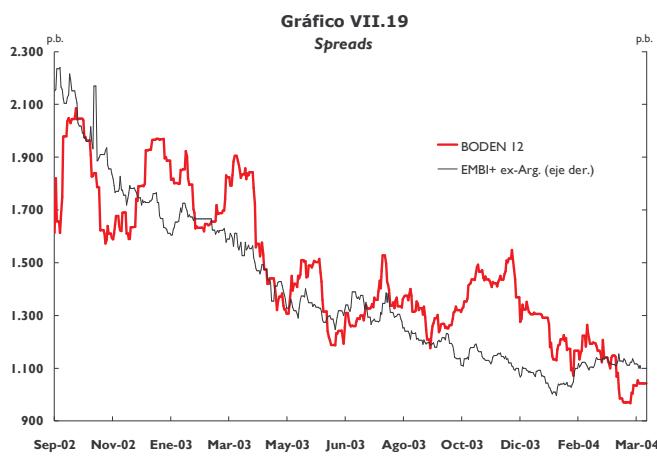
\* prom. móv. 20 días

Fuente: BCRA

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



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



de acumulación de Reservas por parte del BCRA aunque el crecimiento de las mismas resultó inferior a raíz de operaciones del Sector Público vinculadas fundamentalmente a pagos realizados a organismos internacionales. De esta forma, a fin de marzo las Reservas Internacionales del BCRA alcanzaron US\$15.113 millones, superior en U\$884 millones al nivel de diciembre de 2003.

En este marco, se destacó la estabilidad del poder adquisitivo de la moneda, medido a través del Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM), que exhibe una reducida variabilidad en comparación con experiencias anteriores de tipo de cambio flexible e incluso con tipos de cambio fijos (ver Gráfico VII.18). En efecto, en el primer trimestre del año se registró una apreciación real de 3% respecto a los países que comercian con Argentina. Este cambio en la paridad está dado principalmente por la menor inflación registrada en el país en comparación con Estados Unidos y Brasil, y por la leve apreciación nominal del peso frente al euro y al real. No obstante, la ganancia de competitividad de los últimos 12 meses alcanzó el 4,8%.

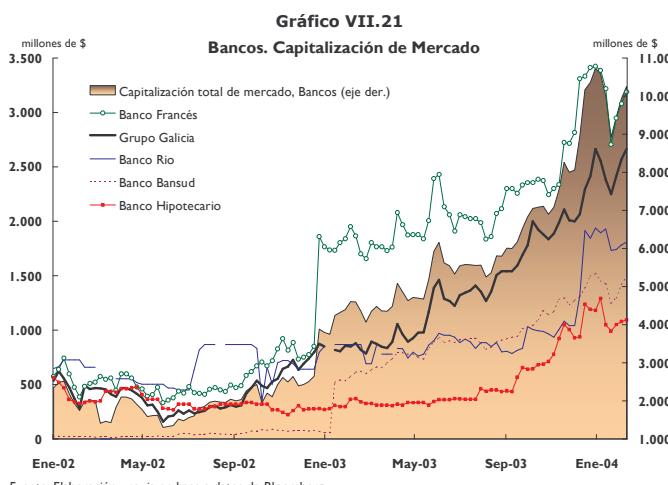
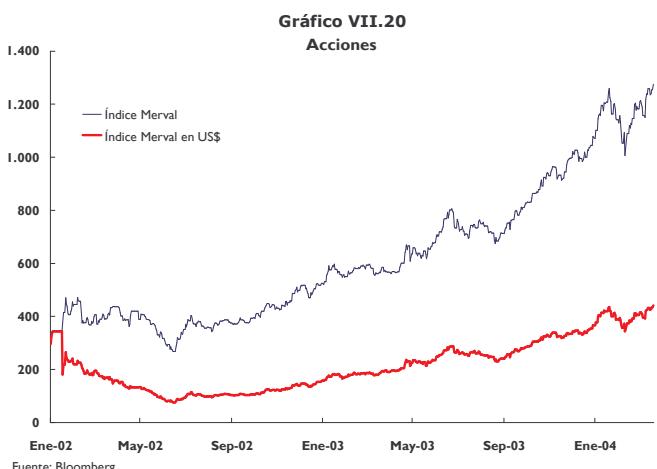
## VII.5 Otros Activos

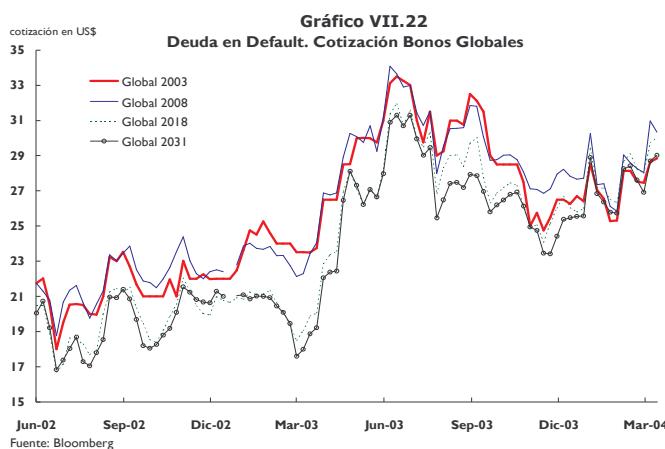
Las condiciones internacionales aún resultan muy propicias para los países emergentes, tanto para los mercados de deuda como para los diversos activos de estos países. Las economías centrales continúan experimentando un crecimiento al tiempo que la liquidez sigue siendo alta ya que los bancos centrales han mantenido políticas monetarias flexibles (ver Sección II).

No obstante, la fuerte tendencia positiva que los mercados financieros experimentaron durante 2003 ha sufrido una cierta desaceleración en el primer trimestre de 2004. Los principales índices de acciones registraron pérdidas o subas menores, aun cuando las ganancias de las empresas continúan creciendo con firmeza, mientras que los títulos de renta fija mantuvieron sus cotizaciones.

Por su parte, el comportamiento de los *spreads* evidencia la mayor selectividad por parte de los inversores. En este sentido, la robustez de la economía estadounidense brinda un fuerte soporte a la calidad crediticia de las empresas que ven sus ganancias crecer sostenidamente. Por el contrario, la debilidad del bloque europeo no brinda igual sustento a la robustez patrimonial de sus compañías, afectando negativamente su condición crediticia. Esta orientación hacia una mayor selectividad se manifiesta igualmente en diferentes sectores industriales e instrumentos de variado perfil crediticio.

Los *spreads* soberanos tampoco escapan a los efectos de la selectividad. Si bien el EMBI+ excluyendo Argentina sufrió un sensible aumento en lo que va del año (ver Gráfico VII.19), los factores que precisan la situación particular de cada país están definiendo la evolución de sus respectivos *spreads*. Así, aquellas naciones cuyo desempeño está ligado al precio de los *commodities* continúan manteniendo buenas perspectivas, mientras que las circunstancias políticas y fiscales individuales han resultado determinantes en otros casos.





Por otro lado, el índice Merval continúa afirmando la evolución ascendente que registró durante 2003. A poco de comenzar el trimestre, las acciones experimentaron una baja hasta encontrar un mínimo en 1.006 puntos en la primera mitad de febrero. Desde entonces, la tendencia dominante ha sido mayormente positiva y la recuperación ubica nuevamente al índice en niveles récord (ver Gráfico VII.20).

En el caso particular de los bancos, su capitalización de mercado recuperó gran parte del terreno perdido durante la corrección sufrida los primeros días de febrero y se ubica cerca de sus máximos (ver Gráfico VII.21). Adicionalmente, cabe mencionar la tendencia de los accionistas a recapitalizar los bancos a través de la capitalización de créditos que fueron extendidos por sus casas matrices en el exterior.

Mientras tanto, los títulos de deuda pública en situación regular, los BODEN, mantuvieron su firmeza a lo largo del período. Los rendimientos y los *spreads* acentuaron su descenso

Las cotizaciones de los títulos en *default*, por su parte, experimentaron sensibles apreciaciones a la par de los acontecimientos locales, entre los que se destaca la evolución en el acuerdo con el FMI y los avances realizados en la reestructuración de la deuda (ver Gráfico VII.22).

Finalmente, los valores de los inmuebles habrían experimentado un repunte. No obstante, podría esperarse que esta dinámica se desacelere en el futuro debido al agotamiento de la demanda con fines de inversión y el incremento de la oferta. Contrariamente, en la medida que mejore el mercado de créditos hipotecarios se podría esperar una recuperación de la demanda para la vivienda (no para inversión).





## VIII. INFLACIÓN

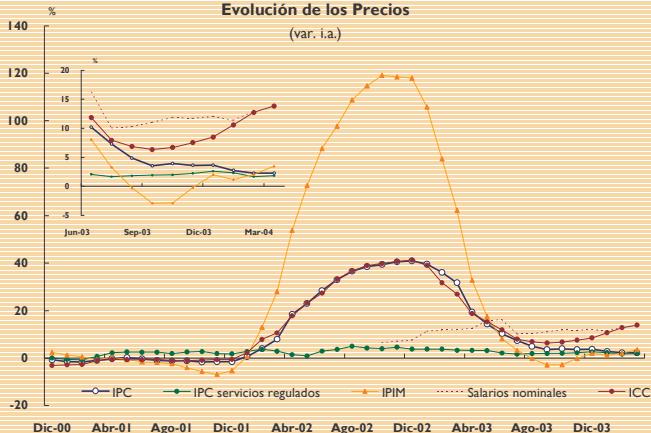
### VIII.1 Síntesis

*El Índice de Precios Consumidor (IPC) mostró una variación interanual (i.a.) de apenas 2,3% a fines del primer trimestre, ubicándose en los niveles más bajos de los últimos dos años y por debajo de lo proyectado en el Informe anterior. El retraso de algunos ajustes pendientes y el menor impacto de los aumentos de tarifas públicas en el trimestre, explican que la variación interanual haya sido menor a la prevista. Los acomodamientos esperados de precios relativos se vienen dando de manera ordenada, tanto en los aumentos en los servicios regulados como en el resto de los sectores de la economía. Asimismo, los incrementos en las tarifas de los servicios públicos que finalmente fueron habilitados se llevaron a cabo de forma tal de no afectar al consumo residencial, por lo que su impacto sobre los precios minoristas se limita al efecto indirecto sobre los costos de las empresas.*

*Para los próximos meses se proyectan nuevos ajustes en las tarifas de los servicios regulados y semirregulados, pero además, se proyecta una recomposición de márgenes y salarios a medida que la economía avance hacia una mayor utilización de su estructura productiva. Adicionalmente, el abastecimiento de la demanda local con más importaciones, observado en los últimos meses, también contribuiría a incrementar los precios internos. Estos factores, sumados a que en el segundo trimestre del año anterior hubo meses de deflación, harían que la variación de la inflación minorista interanual vaya creciendo progresivamente para acomodarse en niveles mayores, entre 4% y 5% anual hacia mediados de año.*

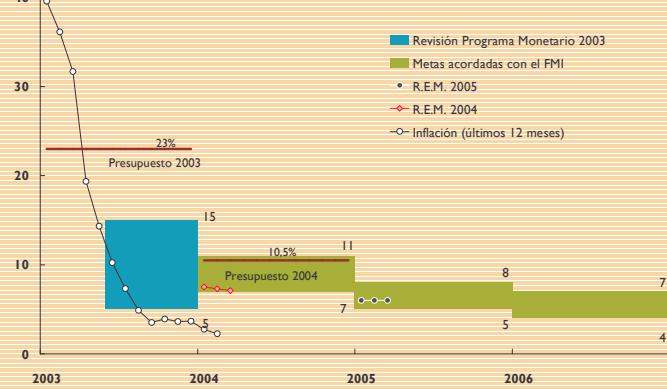
*Para todo 2004, sin contar el impacto estimado de los ajustes de las tarifas, el aumento del IPC sería aproximadamente 2 puntos porcentuales (p.p.) superior al de 2003. Asimismo, los ajustes adicionales que se darían en los precios de servicios regulados tendrían un impacto más limitado que el esperado hace tres meses, contribuyendo a la tasa de inflación en aproximadamente 1 p.p. adicional, por lo que se estaría cerca del rango inferior de la banda prevista (7%).*

**Gráfico VIII.1**  
Evolución de los Precios  
(var. i.a.)



Fuente: INDEC

**Gráfico VIII.2**  
Índice de Precios al Consumidor  
(var. i.a.)



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



## VIII.2 Precios Minoristas

El IPC registró durante el primer trimestre una suba de 1,1% respecto a diciembre, impulsada básicamente por los precios de los servicios, aunque también se registraron incrementos en algunos bienes específicos. A pesar de esta suba, en términos interanuales el aumento del IPC alcanzó a fines del trimestre 2,3%, para registrar así el menor incremento de los últimos dos años (ver Gráfico VIII.3).

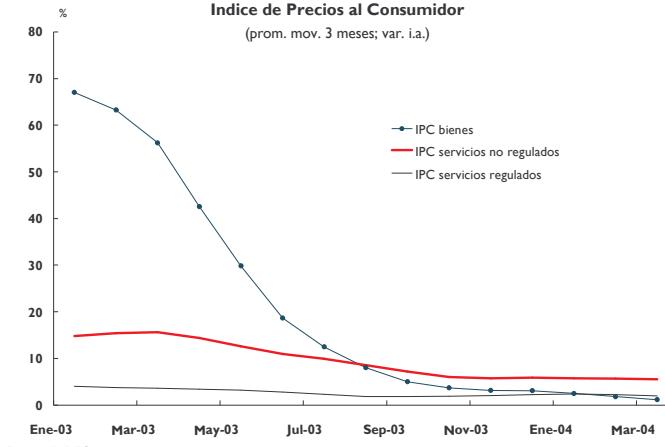
Una parte importante de esa suba estuvo generada por aumentos individuales autorizados por decisiones gubernamentales. Durante el trimestre, y en línea con lo previsto, se desatrabaron aumentos en algunos bienes y servicios semiregulados o con un alto componente impositivo. En efecto, el Gobierno autorizó un incremento en las cuotas de las empresas de medicina prepaga de 9% en promedio, en los colegios privados con subsidio estatal en la provincia de Buenos Aires de 4% y en los taxis de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires de 12,5%. Asimismo, en el marco del acuerdo entre el Gobierno y las empresas tabacaleras para aumentar la contribución fiscal del sector, se autorizó un incremento de precios, generando un alza de 12,5% en el valor de los cigarrillos a partir de marzo, que podría ser mayor en los próximos meses. En términos globales, estas subas específicas explicaron alrededor de 30% del incremento del IPC registrado durante el trimestre (ver Cuadro VIII.1).

En contraste, los aumentos en las tarifas de gas y electricidad que fueron acordados entre el Gobierno y las empresas del sector se dieron de forma tal de no afectar al consumo residencial y los comercios. De este modo, el impacto sobre los precios minoristas se limitará al efecto indirecto que el aumento de tarifas tendrá a lo largo del año sobre los restantes rubros, además de los aumentos en la garrafa de gas y del Gas Natural Comprimido (GNC) que no tienen una gran incidencia en el índice. Asimismo, la renegociación entre el Gobierno y las empresas petroleras para mantener fijo el precio de las naftas se extendió hasta fines de abril, por lo que existe la posibilidad de que se produzca una corrección en los precios de estos combustibles que se sumará al aumento en el GNC ya anunciado.

Los precios de los servicios privados no sujetos a regulaciones explican el componente tendencial del IPC durante el primer trimestre del año con un aumento de 2%. De todos modos, la evolución de estos precios se ubica por debajo del aumento registrado por los salarios (con elevada incidencia en su estructura de costos), que estaría indicando que la recomposición de márgenes esperada por parte de estos sectores aún no se está dando en la economía (ver Sección IV).

En los próximos meses se proyecta que se acentúe la recomposición de márgenes en los sectores de servicios y comience a trasladarse a los precios al consumidor las subas que refleja el Índice de Precios al por Mayor Manufacturero (IPIM Manufacturero), que hasta ahora parecieran estar siendo absorbidas por menores márgenes minoristas. También quedan pendientes aumentos en las tarifas de varios servicios regulados o semirregulados que tendrían un impacto adicional sobre el IPC cercano a 1%. Durante 2004, se estima que el aumento de los precios de los servicios superará por segundo año consecutivo al precio de los bienes (ver Gráfico VIII.4).

**Gráfico VIII.3**  
Índice de Precios al Consumidor  
(prom. mov. 3 meses; var. i.a.)



Fuente: INDEC

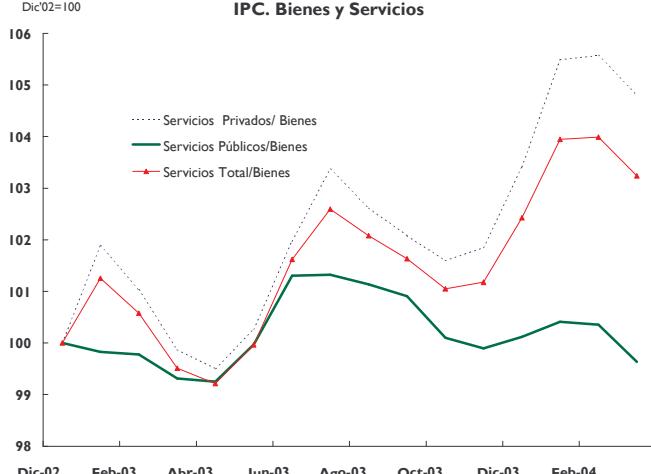
**Cuadro VIII.1**

IPC y Aumentos Puntuales

Rubros	Ponderadores %	Mar-04 / Dic-03 var. %	Aumentos Puntuales 1º trim	Variación Subyacente	Aumentos Puntuales Esperados 2º trim
<b>IPC</b>					
Alimentos y bebidas	31,3	1,1	0,3	0,8	0,5
Indumentaria	5,2	1,1		1,1	
Vivienda y servicios básicos	12,7	1,3		1,3	
Equipamiento y mantenimiento del hogar	6,6	1,3		1,3	
Atención médica y gastos para la salud	10,0	1,0		1,0	
Transportes y comunicaciones	16,7	3,0	1,5	1,5	
Espacioamiento	8,7	0,6	0,2	0,4	
Educación	4,2	-0,7		-0,7	
Otros bienes y servicios	4,4	2,0	1,5	0,1	1,5
			1,7	0,3	2,0

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC

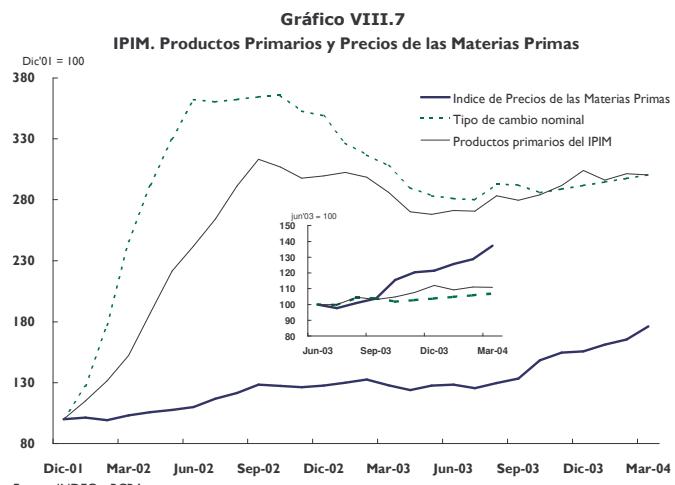
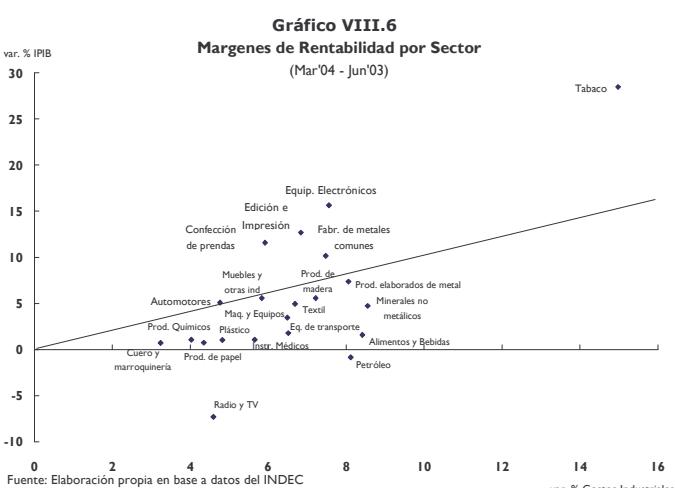
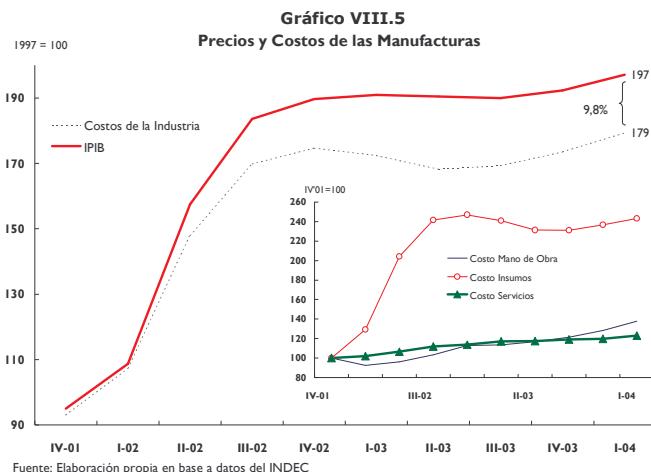
**Gráfico VIII.4**  
IPC. Bienes y Servicios



Fuente: INDEC



### VIII.3 Precios Mayoristas



Durante el primer trimestre del año volvieron a subir los precios mayoristas, revirtiendo la trayectoria descendente que registró el IPIM a partir de octubre de 2002. El aumento de 1,5% se explicó principalmente por la suba registrada en los precios internos de los productos manufacturados, incluyendo energía eléctrica, y en menor medida por el incremento que registran los precios de los productos primarios.

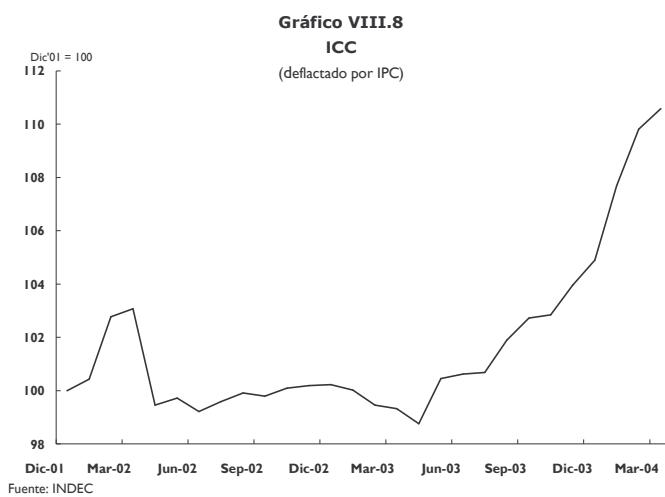
El incremento en los precios de los productos manufacturados responde básicamente a dos factores: el aumento en la tarifa de electricidad para consumos mayoristas a partir de febrero y el continuo proceso de recomposición de márgenes en algunos sectores relegados que se observa desde agosto del año pasado en un contexto de fuerte expansión de la actividad industrial.

Con respecto a las tarifas de gas, en febrero, el Gobierno introdujo cambios en el marco regulatorio del sector al facultar a la Secretaría de Energía para acordar con los productores un ajuste en el precio a boca de pozo, adquirido por las prestadoras del servicio de transporte y distribución por redes. Este esquema entraría en vigencia recién en mayo, dado que primero deben cumplirse ciertos requisitos. Aún no se conoce el incremento de la tarifa que finalmente surgirá de la negociación, pero el impacto tanto directo como indirecto sobre el IPIM no debería ser superior a 1%.

Si bien aún no se registraron aumentos en el precio del gas, comenzaron a operar, de manera incipiente, restricciones en la oferta de este combustible en algunas zonas del norte del país para los contratos interrumpibles. Éstas limitaciones podrían presionar sobre los costos debido al traslado del consumo de este insumo hacia fuentes sustitutas con precios desregulados, tales como el fuel oil y el gasoil (ver Apartado 3).

Considerando la elevada rentabilidad que obtuvieron en términos agregados los sectores industriales desde enero de 2002, se espera que el proceso de incremento en los costos energéticos y en los salarios no tenga un traslado pleno a precios. Aunque con ciertas disparidades, el margen de rentabilidad unitario promedio de la industria, al usar como indicador la distancia entre la trayectoria del Índice de Precios Básicos manufacturero (IPIB manufacturero) y la evolución de los costos industriales (calculada utilizando la estructura de la Matriz Insumo-Producto), aumentó 9,8% desde la salida de la Convertibilidad (ver Gráfico VIII.5).

De todos modos, aquellos sectores que menos aumentaron sus precios a partir de la devaluación, tales como confecciones, edición e impresión y muebles, son los que ahora, ante un incremento en el gasto interno, tienden a recomponer márgenes. Por su parte, la suba en los precios internacionales de los productos primarios también presiona sobre los sectores de siderurgia y petroquímica, cuyos precios internos se determinan en función del precio internacional. Este proceso de recomposición de márgenes mayoristas, que se viene observando desde mediados de 2003, podría verse acentuado ahora con los mayores costos de la energía. Adicionalmente, dada la elevada dependencia del gas de algunas usinas eléctricas, es factible que existan nuevas presiones sobre los precios de la electricidad en los próximos meses.



Por otro lado, el aumento en el precio de los productos primarios durante el primer trimestre estaría ligado directamente al precio de las materias primas. 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 de principios de año (ver Sección I).

#### VIII.4 Costos de la Construcción

Los costos de la construcción continúan en ascenso a un ritmo mayor al observado hasta fines de 2003. Durante el primer trimestre del año el Índice de Costos de la Construcción (ICC) registró un aumento de 5,9% s.e. en relación con el período anterior, para triplicar y cuadruplicar el incremento del IPC y el IPIM, respectivamente. En términos interanuales la suba asciende a 13,9%.

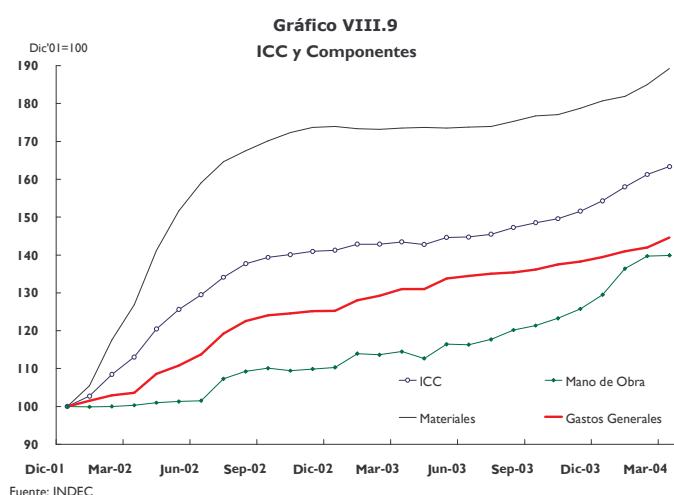
Parte de la aceleración registrada en el ICC durante el trimestre estuvo explicada por la suba en el costo de la mano de obra generada por la entrada en vigencia a partir de enero pasado del aumento de \$50 establecido por el Gobierno. De todos modos, aún sin considerar los aumentos extraordinarios, la dinámica de los costos continúa con fuerza y sería el reflejo de la aparición de algunos cuellos de botella en el sector, principalmente en la mano de obra especializada y en el alquiler de equipos. También se observan aumentos en los precios de los materiales, a pesar de la importante subutilización de capacidad instalada que mantienen las empresas productoras de estos bienes en términos agregados. En efecto, el buen desempeño de la demanda interna de materiales permite recomponer márgenes a los sectores que aumentaron sus precios muy por debajo del promedio de los mayoristas manufactureros.

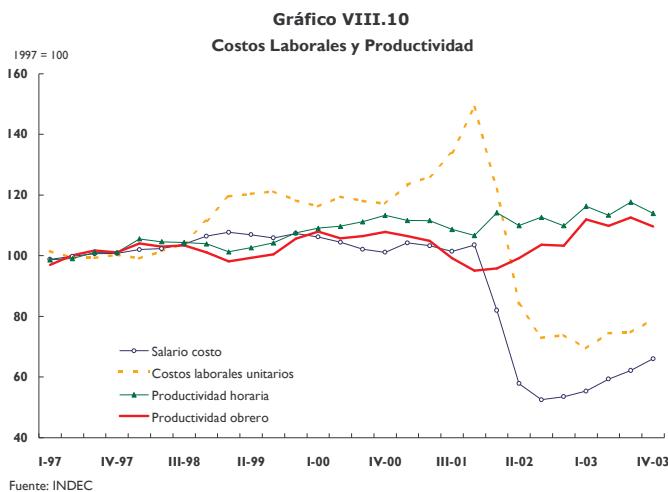
A pesar de que la brecha entre costos de la construcción (incluyendo el terreno) y los precios de las viviendas tiende a reducirse en la medida de que los primeros continúan subiendo y los segundos llegaron a un techo con niveles similares a los de la Convertibilidad (sobre todo en las zonas de mayor poder adquisitivo), todavía persiste un diferencial importante a favor de las nuevas construcciones. Mientras el costo por  $m^2$  de construcción de un inmueble tipo en la zona norte de la Capital Federal alcanza US\$370 (incluyendo el terreno), el precio de un departamento de similares características asciende a US\$960 por  $m^2$ . Se espera que durante 2004 continúe la tendencia al alza de los precios de la construcción a partir del fuerte impulso que registra el sector.

#### VIII.5 Salarios

Los salarios continuaron recuperándose durante el primer bimestre aún cuando no se tiene en cuenta el incremento de \$50 establecido a partir de enero por el Gobierno. Excluido este aumento, el Índice General de Salarios mostró un aumento de 2% en el período.

Los salarios pagados en el sector privado explican por completo este comportamiento ya que los que perciben los empleados públicos se mantuvieron sin cambios. En particular, los salarios del sector formal privado de la economía aumentaron 6,8% (2,5% sin considerar el aumento no remunerativo establecido por decreto).





También los salarios que se pagan en el sector informal registraron durante el bimestre un incremento de 2,4%.

Si bien no hay información desagregada que permita analizar la trayectoria de los salarios por sector de la economía, las cifras referidas a empleo formal que surgen de las estadísticas del Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP) muestran una importante uniformidad en los aumentos salariales entre los sectores, independientemente de que no todos tuvieron la misma trayectoria en términos de nivel de actividad y precios. Esta evolución se explica en parte por los incrementos otorgados desde el Ministerio de Trabajo.

Los sectores más relegados a partir del cambio en los precios relativos, como salud, educación y servicios personales, ya han comenzado a trasladar el aumento en los costos a los precios finales, aunque de manera muy acotada. Esta dinámica podría continuar en los próximos meses en la medida que se mantenga el buen desempeño de la demanda interna y el Gobierno destrabe nuevos aumentos en los precios de algunos servicios.

**Cuadro VIII.2**  
Dinámica de los Costos Salariales Formales por Sector  
(en %)

	Aumento de los Costos Salariales (1)	Participación del Empleo en el Producto (2)	Impacto del Aumento de los Costos Salariales (3)	Aumento de Precios (5)	Aumento del PIB (6)
<b>Total</b>	<b>22,1</b>	<b>19,4</b>	<b>4,3</b>	<b>44,5</b>	<b>8,7</b>
<b>Sectores Productores de Bienes</b>	<b>27,1</b>	<b>15,5</b>	<b>4,2</b>	<b>98,7</b>	<b>14,4</b>
Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura	47,3	6,2	2,9	206,1	6,9
Pesca y Servicios Conexos	47,4	32,2	15,3	169,0	1,1
Explotación de Minas y Canteras	68,4	6,9	4,7	208,5	3,7
Industrias Manufactureras	22,1	20,4	4,5	88,3	15,8
Suministro de Electricidad, Gas y Agua	21,7	25,1	5,4	-6,8	6,9
Construcción	30,2	17,4	5,2	11,1	34,3
<b>Sectores Productores de Servicios</b>	<b>19,5</b>	<b>25,0</b>	<b>4,9</b>	<b>15,9</b>	<b>4,1</b>
Comercio Mayorista, Minorista y Reparaciones	30,1	19,9	6,0	36,4	12,3
Hoteles y Restaurantes	40,7	13,9	5,7	15,8	5,9
Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones	28,0	21,8	6,1	31,7	8,2
Intermediación Financiera	16,8	34,3	5,8	47,3	-15,7
Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler	23,0	15,0	3,4	0,7	3,9
Administración Pública, Defensa y Organizaciones y Organos Extraterritoriales	12,0	55,7	6,7	9,9	1,1
Servicios Sociales, Enseñanza y Salud Privados	16,1	3,0	0,5	-1,5	7,3

(1) Δ% Costo Salarial Nominal Formal Dic-03 / Dic-01

(2) Masa Salarial Formal / VA

(3) Δ% Masa Salarial Formal / VA suponiendo que no hay traslado de precios ni variación de VA de los ocupados

(4) Δ% Precio Único 2003 / 2001

(5) Δ% PBI 2003 / 2002

Fuente: Elaboración propia en base a datos del SIJP

Como contrapartida, los sectores productores de bienes transables deberían presentar un traslado a precios menor debido al fuerte aumento en los márgenes que todavía presentan estos sectores en términos agregados. De todos modos, como ya se comentó antes, se observa desde mediados del año pasado un aumento en los precios mayoristas de los productos manufacturados, generado principalmente por los sectores que menos ajustaron sus precios a partir de la devaluación. Es factible que esta tendencia se mantenga en los próximos meses, si se considera el buen desempeño que se espera continúe registrando el gasto interno.





## IX. RELEVAMIENTO DE EXPECTATIVAS DE MERCADO (REM)<sup>8</sup>

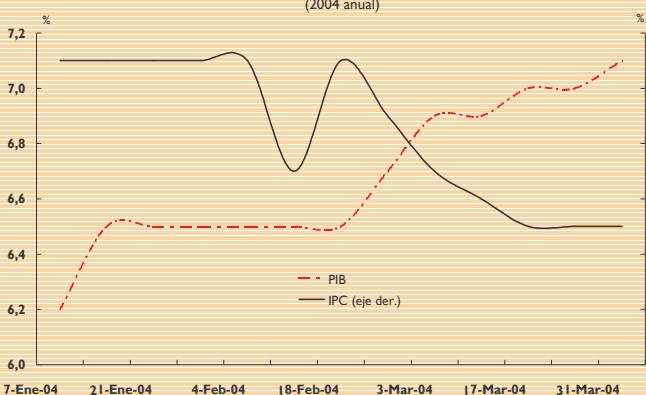
### IX.1 Síntesis

*Las expectativas sobre la evolución del nivel de actividad y los precios reflejan el buen desempeño que se espera para la economía argentina en 2004. En este sentido, las proyecciones sobre el PIB y los precios minoristas registraron una sensible mejora durante el último trimestre. En particular, la proyección del crecimiento real del PIB pasó de 6,2% a 7,1% mientras que las estimaciones de la inflación anual cayeron de 7,5% a 6,9%<sup>9</sup>.*

*Todavía hay variables que muestran una importante dispersión de las expectativas, factor que se refleja en el desvío significativo respecto de los valores centrales de las distribuciones. Este hecho puede tener su origen en la dificultad para proyectar algunos indicadores o, simplemente, en las disímiles apreciaciones de los analistas. Sin embargo, en líneas generales se observa que las distribuciones tienden a normalizarse con una paulatina desaparición de valores extremos.*

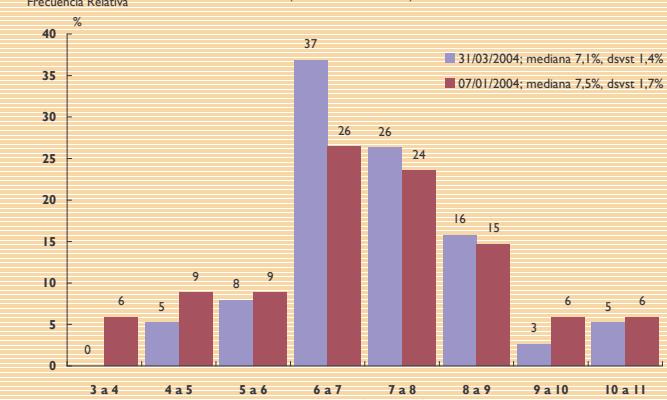
*En este primer trimestre de implementación del REM, la cantidad de participantes se situó por encima de las expectativas iniciales. A fines de marzo, el REM registraba un total de 59 instituciones habilitadas, de las cuales 51 eran participantes activos. Otra característica importante fue el elevado nivel de respuestas que originó cada uno de los respondentes, que en promedio alcanzó 80% del total de las proyecciones encuestadas. Esta particularidad, junto con la importante cantidad de participantes, permite asegurar una adecuada robustez estadística de las previsiones del REM.*

**Gráfico IX.1**  
Inflación y Crecimiento  
(2004 anual)



Fuente: BCRA

**Gráfico IX.2**  
Evolución de Expectativas de Inflación  
(Próximos 12 meses)



Fuente: BCRA

<sup>8</sup> La información completa de la encuesta, resultados, metodología, listado de participantes y cronograma de publicaciones se puede encontrar en el sitio web del Banco Central en la ruta de acceso [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar). Por consultas o comentarios comunicarse con [rem@bcra.gov.ar](mailto:rem@bcra.gov.ar).

<sup>9</sup> En todos los casos se utilizó la mediana, que a diferencia del promedio no se ve modificada por valores extremos muy elevados o reducidos. La mediana es el valor que divide la cantidad de respuestas en dos partes iguales, donde un 50% de las respuestas son menores o iguales a la mediana y el otro 50% son mayores o iguales a ella.



## IX.2 Evolución y Principales Resultados

Las proyecciones del REM reflejan el buen desempeño que se espera para la economía argentina en 2004. En este sentido, las expectativas sobre la evolución del nivel de actividad y los precios mostraron una sensible mejora desde el comienzo del relevamiento en enero pasado (ver Gráfico IX.1). Tal recuperación también se evidenció en las proyecciones fiscales, monetarias y financieras y del sector externo.

En el caso de las estimaciones del PIB, a medida que se conocían los distintos indicadores de actividad y una vez difundido el resultado del cuarto trimestre de 2003, se observó una corrección al alza de las estimaciones de crecimiento real y de sus principales componentes (Consumo e Inversión). En particular, las estimaciones para 2004 pasaron de 6,2% a 7,1% entre la primera semana de enero y la última de marzo. En este mismo sentido, el crecimiento esperado del Consumo y de la Inversión aumentó de 6,6% a 7,2% y de 18,6% a 22,6%, respectivamente (ver Gráfico IX.3).

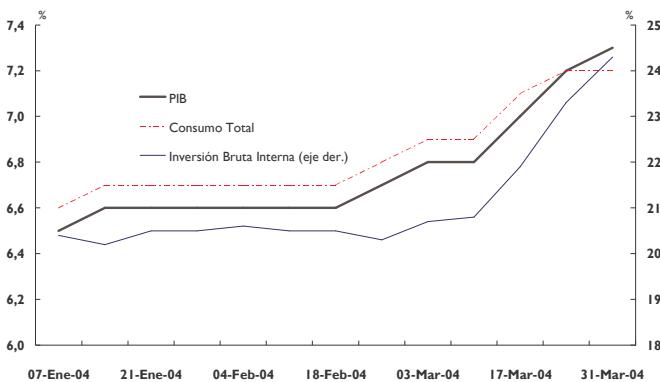
En forma similar, y luego de la publicación de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH), se observó una reducción en las estimaciones de desempleo para 2004. En efecto, las proyecciones del REM para este año se redujeron de 14,1% a 13,4%.

Por su parte, las previsiones sobre la evolución de los precios minoristas también se fueron ajustando a medida que se conocieron los resultados del primer trimestre que, en general, fueron mejores a los inicialmente estimados. Así, las estimaciones de la inflación (diciembre-diciembre) para 2004 cayeron de 7,5% a 6,9%. Sin embargo, en consonancia con las previsiones del BCRA, el consenso de pronosticadores estima que los ajustes de precios relativos pendientes que no tomaron lugar en el primer trimestre lo harán más adelante, dado que el pronóstico de inflación de los próximos 12 meses (marzo 2004 a marzo 2005) supera por primera vez al del año calendario 2004.

Como se puede apreciar en el Cuadro IX.1, las expectativas para las variables monetarias también reflejan las mejores proyecciones para la evolución de la economía. Así, subieron las estimaciones con respecto a los Depósitos aunque, como en marzo mejoraron sustancialmente las expectativas del Producto, se observa una leve caída como porcentaje del PIB. Asimismo disminuyeron sensiblemente las expectativas de Tasas de Interés tanto de plazo fijo como de LEBAC. La única excepción son los Préstamos Totales al Sector Privado que, si bien para fines de 2004 se espera que crezcan un 20%, han mostrado una evolución levemente negativa desde los inicios del REM.

Las estimaciones de inflación anual presentaron un desvío estándar que se redujo lentamente, mientras que la mediana de las estimaciones se “movió” hacia valores menores. El Gráfico IX.2 muestra un histograma de frecuencias relativas en donde se puede observar que 90% de los respondentes estima que la inflación durante los próximos 12 meses se ubicará entre 5% a 10%. Cabe señalar que a principios de enero sólo 80% de los encuestados preveía que la inflación se ubicaría en ese rango. Esta mayor concentración de las expectativas de inflación colabora para reducir la incertidumbre en las decisiones de los distintos agentes de la economía.

**Gráfico IX.3**  
Evolución de las expectativas de las variables del Producto  
(promedio 2004 anual)



Fuente: BCRA

**Cuadro IX.1**  
Pronósticos de las variables monetarias y financieras  
2004 (fin del período)

Variable	07-Ene-04	04-Feb-04	31-Mar-04
Base Monetaria Amplia, mill de \$	53.745	54.300	54.000
Depósitos Totales Sector Priv./PIB, en %	20,1	20,2	20,1
Préstamos Totales Sector Priv./PIB, en %	8,7	8,7	8,6
Tasa de Interés: plazo fijo en \$ a 30 días	5,6	5,0	4,8
Tasa de Interés: Lebac en \$ a un año	9,0	8,5	8,1

Fuente: BCRA



## RESULTADOS DEL REM. SEMANA 31 DE MARZO DE 2004

### 1) Variables de Frecuencia Mensual

VARIABLES	2005-FEB		
	Promedio	Mediana	Desvio
Precios Minoristas: var. próximos 12 meses; en %	7,3	7,1	1,4

VARIABLES	2004-FEB			2004-MAR			2004-ABR			2004-MAY			2004-ANL			
	Promedio	Mediana	Desvio													
<b>Precios</b>																
Precios Minoristas: var. mensual; en %				0,6	0,6	0,2	0,6	0,6	0,2	5,3	4,9	1,4	6,7	6,2	1,9	
Precios Minoristas: var. interanual implícita; en % (*)				2,8	2,8		3,8	3,8								
Precios Minoristas: var. anual; en % (diciembre-diciembre)										7,1	6,9	1,4	6,6	6,0	1,9	
Salarios Nivel General: var. mensual; en %	0,8	0,8	0,3	0,7	0,7	0,2				10,4	10,0	2,1	8,6	8,1	2,1	
<b>Monetarias y Financieras</b>																
Base Monetaria Amplia: promedio mensual; en mill. de \$				46.175	45.700	1.724	47.458	47.550	1.390	54.380	54.000	1.720	60.271	60.100	2.544	
Depósitos Totales Sector Privado; en \$ y US\$;				75.483	75.300	593	76.183	76.249	915	84.775	83.050	2.133	94.835	95.000	3.882	
Promedio mensual en millones de \$																
Préstamos Totales Sector Privado; en \$ y US\$;				31.083	31.086	409	31.489	31.481	418	36.379	36.347	2.048	44.039	44.900	4.320	
Promedio mensual en millones de \$																
Tasa de Plazo Fijo en pesos a 30 días (fin del período); en %				2,6	2,5	0,4	2,6	2,6	0,4	4,7	4,8	1,3	5,6	5,1	2,0	
Tasa LEBAC a 1 año en pesos (fin del período); en %							7,3	7,2	0,4	7,1	0,3	7,9	8,1	1,7	8,2	
Tipo de Cambio Nominal; fin del período; pesos por dólar americano				2,8915	2,8850	0,0282	2,8850	2,8865	0,0397				2,9716	2,9900	0,0942	
<b>Actividad Económica</b>																
Actividad Económica mensual; var. interanual; en %	9,5	9,5	1,3	9,7	9,8	1,4							7,3	7,3	1	5,0
Actividad Industrial mensual; var. interanual; en %				12,6	12,9	1,8	12,2	12,7	1,8				11,2	11	1,8	7,4
<b>Sector Externo</b>																
Exportaciones de bienes; en mili. de US\$				2.498	2.492	123	2.680	2.650	134				31.818	31.800	744	33.861
Importaciones de bienes; en mili. de US\$				1.550	1.590	137	1.620	1.604	157				18.695	18.600	1.664	21.318
<b>Fiscales</b>																
Recaudación Tributaria Nacional; en mili. de \$				6.546	6.505	265	6.891	6.924	317				85.850	85.000	2.906	93.766
Resultado Primario Nacional; en mili. de \$				972	900	311	997	1.000	168				12.469	12.500	1.395	13.945

### 2) Variables de Frecuencia Trimestral

VARIABLES	2004-TR1			2004-TR2			2004-ANL			2005-ANL		
	Promedio	Mediana	Desvio									
<b>Actividad Económica</b>												
Producción Interna Bruto real; variación interanual; en %	9,2	9,4	1,2	8,1	8,0	1,4	7,3	7,1	1,0	4,8	4,8	0,9
Producción Interna Bruto nominal; en mili. de \$							424191	423375	11722	471268	469000	20.281
Consumo Total real; variación interanual; en %	9,2	9,3	1,1	8,0	8,1	1,2	7	7	1	4,8	5,0	0,9
Inversión Bruta Intermedia Fija real; variación interanual; en %	34,1	35,0	7,6	29,8	30,2	7,5	24,3	22,6	7,3	12,7	12,0	4,7
Tasa de Desempleo; en %	14,4	14,2	1	13,8	13,8	0,9	13,4	13,5	1,0	12,3	12,5	1,3
<b>Sector Externo</b>												
Saldo de la Cta. Corriente del Balance de Pagos; en mili. de US\$	1.064	1.150	352	1.699	1.662	437	5025	5100	1110	3.726	4.200	1.644
<b>Monetarias y Financieras</b>												
Reservas Internacionales; fin de período; en mili. de US\$	14.826	14.959	468	15.887	15.883	564	17.074	17.050	800	18.740	18.700	1.058

(\*) Esta variable no es relevada en el REM y su valor se obtiene implícitamente a partir de los resultados del mismo.





## 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

**ART:** Aseguradora de Riesgos de Trabajo

**BCB:** Banco Central de Brasil

**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

**BOGAR:** Bono Garantizado

**CAMMESA:** Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico Sociedad Anónima

**CEDRO:** Certificado de Depósitos Reprogramados

**CEDEM:** Centro de Estudios para el Desarrollo Económico Metropolitano

**CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia

**Copom:** Comité de Política Monetaria (Brasil)

**DGI:** Dirección General Impositiva

**EE.UU:** Estados Unidos

**EM:** Efectivo Mínimo

**EMAE:** Estimador Mensual de Actividad Económica

**EMBI+:** Emerging Markets Bond Index plus

**EMI:** Estimador Mensual Industrial

**ENARGAS:** Ente Nacional Regulador del Gas

**EPH:** Encuesta Permanente de Hogares

**EPH continua:** Nueva Encuesta Permanente de Hogares

**EPH puntual:** Encuesta Permanente de Hogares Tradicional

**Eurostat:** Oficina de Estadística de la Unión Europea

**FCI:** Fondos Comunes de Inversión

**FIEL:** Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

**FMI:** Fondo Monetario Internacional

**FOMC:** Federal Open Market Committee (EE.UU.) (Comité Federal de Mercado Abierto)

**GBA:** Gran Buenos Aires

**GNC:** Gas Natural Comprimido

**i.a.:** Interanual

**IBGE:** Instituto Brasileiro de Geografía 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

**IED:** Inversión Extranjera Directa

**IFI:** Instituciones Financieras Internacionales: FMI, BID y BIRF

**INDEC:** Instituto Nacional de Estadística y Censos

**IPC:** Índice de Precios al Consumidor

**IPCA:** Índice de Precios al Consumidor Amplio (Brasil)

**IPIB:** Índice de Precios Internos Básicos al por Mayor

**IPIM:** Índice de Precios Internos al por Mayor

**IPMP:** Índice de Precios de las Materias Primas

**ISAC:** Índice Sintético de Actividad de la Construcción

**IVA:** Impuesto al Valor Agregado

**LEBAC:** Letras del Banco Central (Argentina)

**LFCF:** LatinFocus Consensus Forecast

**LIBOR:** London InterBank Offered Rate

**M2:** Billetes y monedas + cuasimonedas + cuentas corrientes en \$ y cajas de ahorro en \$

**M3:** Billetes y monedas + cuasimonedas + depósitos totales en \$ y US\$

**MAE:** Mercado Abierto Electrónico



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

**Merval:** Mercado de Valores de Buenos Aires

**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

**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

**PEA:** Población Económicamente Activa

**PF:** Plazo Fijo

**PGN:** Préstamos Garantizados Nacionales

**PIB:** Producto Interno Bruto

**R\$:** Reales brasileños

**REM:** Relevamiento de Expectativas de Mercado

**s.e.:** Serie sin estacionalidad

**SAGPyA:** Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos

**SARS:** Severe Acute Respiratory Syndrom (Síndrome Respiratorio Agudo Severo)

**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

**TCNM:** Tipo de Cambio Nominal Multilateral

**TCRM:** Tipo de Cambio Real Multilateral

**TNA:** Tasa Nominal Anual

**US\$:** Dólares estadounidenses

**USDA:** United States Department of Agriculture (Departamento de Agricultura de los Estados Unidos)

**UTDT:** Universidad Torcuato Di Tella

**VA:** Valor agregado

**var.:** Variación

**VN:** Valor Nominal

**VR:** Valor residual

**WTI:** West Texas Intermediate (petróleo de referencia de Argent