



---

# INFORME DE INFLACIÓN

---

**Banco Central  
de la República Argentina**

---

Cuarto Trimestre de 2003

---

---



## *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 demás bienes de la economía. Estabilidad de precios entendida como un ritmo de inflación tan bajo y tan estable (y predecible) que es ignorado por los agentes económicos al momento de tomar sus decisiones de ahorro, inversión y consumo.*

*Para cumplir con dicho mandato fundamental el Banco Central debe no sólo esforzarse en comprender de la manera más acabada posible el proceso de formación de los precios y anticiparse así a las tendencias inherentes de la inflación, sino también comunicar el resultado de dicho esfuerzo de la manera más clara y transparente a toda la población. El **Informe de Inflación**, una herramienta muy utilizada por numerosos bancos centrales que han conseguido la estabilidad de precios, apunta a la consecución de ambos objetivos.*

*Concebido como una publicación trimestral, esta primera entrega cubre un período de análisis más amplio a los efectos de brindar la visión del BCRA sobre el pasado menos reciente pero tan determinante al momento de entender la situación macroeconómica actual y su incidencia en el proceso de formación de precios hacia el futuro. Tiene, por tanto, una mirada más retrospectiva que el de futuras entregas en las que se irán profundizando gradualmente el análisis y los pronósticos de mediano plazo.*

*El **Informe de Inflación** puede ser leído de tres formas diferentes dependiendo de la profundidad que desee otorgarle cada lector. Una lectura rápida del contenido general y las conclusiones del Informe se presenta en el “Resumen Ejecutivo”. Una aproximación al detalle de las diferentes Secciones se obtiene al leer la Síntesis de cada uno de los capítulos y la lectura del documento completo puede brindar un desarrollo pormenorizado y fundamentado de cada uno de los temas tratados.*

*La fecha de cierre estadístico de este informe es el 3 de octubre, día de publicación del Índice de Precios al Consumidor (IPC) de septiembre de 2003, la última observación del tercer trimestre. Del mismo modo, en lo sucesivo, el **Informe de Inflación** se publicará en internet durante la tercera semana de cada trimestre.*

Buenos Aires, 20 de Octubre de 2003



---

## ÍNDICE

<b>I. RESUMEN EJECUTIVO .....</b>	<b>4</b>
<b>II. CONTEXTO INTERNACIONAL.....</b>	<b>11</b>
<b>III. ACTIVIDAD ECONÓMICA.....</b>	<b>19</b>
<b>IV. EMPLEO Y SALARIOS.....</b>	<b>27</b>
<b>V. SECTOR EXTERNO .....</b>	<b>32</b>
<b>VI. FINANZAS PÚBLICAS.....</b>	<b>39</b>
<b>VII. POLÍTICA MONETARIA Y SISTEMA FINANCIERO .....</b>	<b>45</b>
<b>VIII. INFLACIÓN .....</b>	<b>60</b>
<b>GLOSARIO DE ABREVIATURAS Y SIGLAS .....</b>	<b>67</b>



## I. RESUMEN EJECUTIVO

El Banco Central de la República Argentina (BCRA) tiene como objetivo primario y fundamental consolidar la estabilidad de precios. Se entiende ésta como un nivel de inflación lo suficientemente bajo y estable como para que no afecte las decisiones de las familias y las empresas. Una contribución decisiva que el BCRA puede hacer al crecimiento económico sostenido es evitar las sorpresas de cualquier signo en materia de inflación para favorecer así la mejor asignación de los recursos disponibles y un horizonte de planeamiento de largo plazo para empresas y familias, algo poco común en la historia económica argentina.

Mientras el BCRA avanza hacia la consolidación de un ancla monetaria basada en las expectativas (metas) de inflación, los resultados van acomodándose en la línea deseada: la economía atraviesa hoy uno de los períodos de mayor estabilidad de precios para un régimen de flotación de la historia. Hasta septiembre, la inflación acumulada anualizada fue inferior a 4% anual, contradiciendo las expectativas imperantes al inicio del 2003, cercanas al 40% anual.

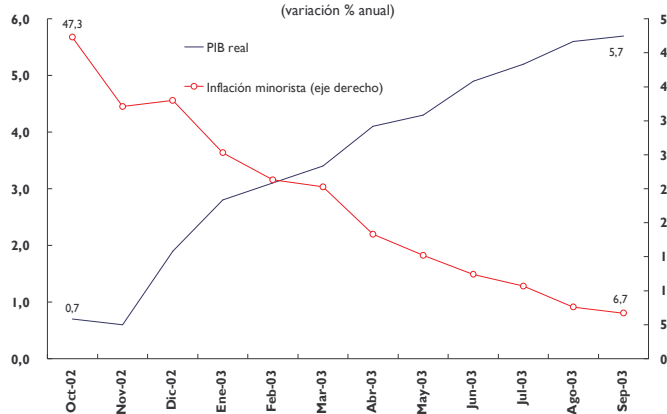
Luego de la profunda crisis económica iniciada a mediados de 1998 y potenciada en el último trimestre de 2001, con una caída acumulada del PIB de 20%, la economía se encuentra hoy en un franco proceso de recuperación. Históricamente, son también escasas las ocasiones en las que la estabilidad de precios ha convivido con semejante ritmo de expansión de la actividad económica.

En un contexto internacional de tasas de interés excepcionalmente bajas, términos de intercambio favorables y donde la desaceleración de la actividad económica en Brasil es el único frente externo de preocupación, el PIB creció a una tasa anualizada de 8,4% en el primer semestre del año. Este aumento está explicado, fundamentalmente, por un mayor dinamismo en el gasto interno en contraposición con los primeros trimestres de la recuperación de 2002, en donde el principal impulsor fue el sector externo. Los primeros indicadores de la segunda mitad del año sugieren un crecimiento similar al de la primera mitad, lo que arrojaría un crecimiento promedio del PIB real del 6,9% en 2003 y un arrastre estadístico de 2,8 puntos porcentuales (p.p.) para 2004.

A pesar de la escasez de crédito, el consumo privado, que en el primer semestre creció poco más de 5% interanual (i.a.), se perfila como el principal motor de crecimiento para el actual semestre, tal como lo evidencian la evolución de la recaudación de IVA, de la masa salarial, de los índices de confianza del consumidor y demás indicadores adelantados de consumo. De todos modos, el gasto interno total, aunque en franca recuperación, se mantiene inferior al ingreso, lo que se refleja en un fuerte superávit en cuenta corriente. Este excedente se ve acompañado por uno de los más altos superávits primarios de las cuentas públicas en la historia reciente. Por el lado de la oferta, además, subsisten todavía importantes recursos ociosos (tanto en mano de obra como en bienes de capital). En consecuencia, a diferencia de otras recuperaciones de crisis acontecidas en el pasado, no existen hoy “cuellos de botella” ni desequilibrios macroeconómicos que solían abortar las recuperaciones antes que éstas pudieran transformarse en

Gráfico I.1

Evolución de los Pronósticos de los Analistas para 2003  
(variación % anual)



Fuente: Latin Focus Consensus Forecast



crecimiento sostenido. Sobre tales condiciones es que, la expansión actual impulsada por el consumo privado, es sostenible y no inflacionaria. Sin perjuicio de que un aumento persistente de la inversión y de las exportaciones será lo que determinará el potencial de crecimiento de la economía argentina en el largo plazo.

La recuperación de la actividad económica se sustentó principalmente en la mayor utilización de la capacidad instalada (que en promedio se encuentra aprovechada en 67% en la industria manufacturera) en conjunto con el aprovechamiento de recursos humanos ociosos producto del elevado desempleo (15,6%), la herencia de dieciséis trimestres de recesión.

Adicionalmente, el cambio en los precios relativos significó para los sectores productores de bienes transables un aumento importante de la rentabilidad. Este factor, en conjunto con la reducción en la carga financiera de la deuda privada producto de la pesificación (en el caso de la deuda interna) y de la cesación de pagos y/o reestructuración (en el caso de la deuda externa), permitieron la financiación del capital de trabajo. Sin embargo, en la medida en que se agoten los recursos productivos ociosos se requerirán inversiones, con lo que el financiamiento del capital de trabajo requerirá el resurgimiento del crédito para permitir una recuperación sostenida de la actividad económica en el mediano plazo.

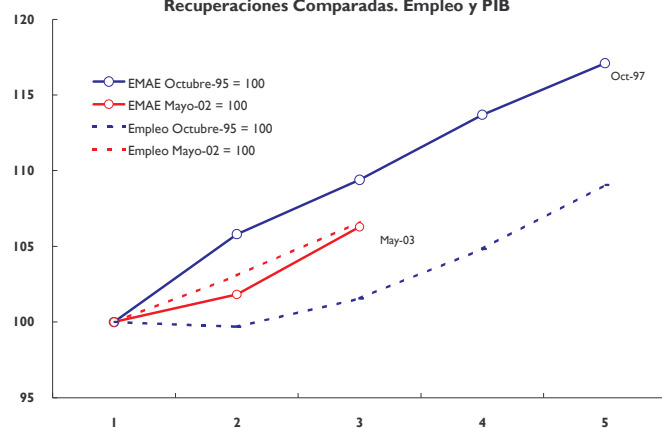
La dinámica de la producción por sectores fue consistente con esos movimientos en precios y rentabilidades relativas en 2003. El comportamiento del PIB en el primer semestre del año muestra un crecimiento interanual de 12% en los sectores productores de bienes frente a una expansión de sólo 2,2% en los sectores productores de servicios. En particular, si bien la industria se destacó como uno de los sectores más dinámicos (dentro de ella, las industrias sustitutivas de importaciones y las productoras de bienes agroindustriales), otros sectores contribuyeron de manera relevante a la recuperación. Tal es el caso de la producción agrícola y la construcción, este último intensivo en el uso de mano de obra, que registró un crecimiento de 36,5% en los primeros ocho meses de 2003.

En marcado contraste con la salida de la crisis del Tequila, esta recuperación es intensiva en la utilización de empleo, con una elasticidad empleo-producto cercana a 1 para el primer semestre de 2003. Durante el último año se crearon genuinamente algo más de 700.000 nuevos puestos de trabajo, lo que implica una expansión del empleo del orden de 7% que redundó en una caída en la tasa de desempleo de más de 2 p.p.. Una variación positiva del empleo de tal importancia no se verificaba desde octubre de 1997, cuando la economía crecía a tasas de 8% anual. Sin embargo, la actual brecha existente entre la tasa de desempleo observada y la friccional permitió que el ajuste en el mercado de trabajo se diera casi exclusivamente vía cantidades, sin aumentos significativos en los salarios individuales. La evolución reciente del empleo permite proyectar una nueva caída en la tasa de desempleo de al menos 1 p.p. para la onda octubre de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH).

En lo que respecta al sector externo, se observa en los primeros ocho meses del año un superávit de Balanza Comercial sin precedentes, cercano a US\$11.400 millones, a pesar del mayor

Gráfico I.2

Recuperaciones Comparadas. Empleo y PIB



Nota: Los periodos corresponden a las ondas de la EPH  
Fuente: Elaboración Propia en base a INDEC



crecimiento relativo de las importaciones desde los magros niveles de 2002. El aumento de las exportaciones es explicado en parte por un tipo de cambio real alto en relación a estándares históricos (tanto propios como de experiencias comparadas para la salida de crisis de características similares) y por una evolución favorable de los términos de intercambio sobre los Productos Primarios, las Manufacturas de Origen Agropecuario y los Combustibles y Energía. En cambio, las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial se redujeron 3% i.a. por la influencia de la menor demanda de Brasil en virtud de la desaceleración económica que ha estado atravesando nuestro vecino y no por movimientos del tipo de cambio, ya que el real se ha apreciado contra el peso durante el 2003 (se encuentra hoy en niveles superiores a los vigentes durante la primera parte del Plan Real). A su vez, el aumento de las importaciones se explica por incrementos en los rubros Bienes de Capital y Bienes Intermedios, ambos directamente relacionados con la recuperación de la actividad económica. Las proyecciones para todo el año 2003 indican un aumento de alrededor de 12% en las exportaciones y 46% en las importaciones.

En línea con la recuperación observada en 2002, las cuentas fiscales continuaron mejorando durante los primeros ocho meses de 2003. En efecto, la mejora en la recaudación tributaria (principalmente producto del mayor nivel de actividad económica y el impacto de modificaciones tributarias) y un ritmo de crecimiento menor en los gastos dieron como resultado un superávit primario durante los últimos doce meses de 2,3% del PIB, lo que permite inferir que se cumplirá con la meta original de 2,1% del PIB para todo 2003. Este resultado permitirá financiar los servicios de interés de la deuda pública en situación regular.

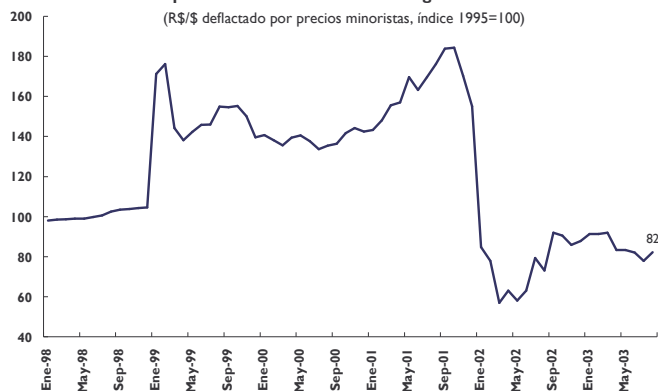
Como consecuencia de la mejora en la actividad económica y la trayectoria declinante de la tasa de inflación, el año 2003 se destacó por una creciente monetización de la economía. En este contexto, y dado el objetivo del BCRA de consolidar la estabilidad de precios sin abortar el incipiente proceso de recuperación económica, la política monetaria estuvo caracterizada por dos etapas bien diferenciadas.

Durante la primera etapa, que abarcó el primer trimestre, el objetivo inmediato fue desactivar las expectativas inflacionarias que todavía persistían hacia fines de 2002. Por entonces, a pesar de que el IPC crecía a tasas mensuales inferiores a 0,5%, los analistas pronosticaban una tasa de inflación de 38% para 2003, el Fondo Monetario Internacional esperaba 35%, y el Presupuesto Nacional preveía niveles de 22%, todos estos superiores al ritmo imperante a fines de 2002. La política monetaria tuvo un sesgo contractivo en los primeros meses del año para evitar el autocumplimiento de estas profecías y poder avanzar rápidamente a la segunda etapa descripta más abajo. Las tasas de las Letras del Banco Central (LEBAC) de corto plazo registraron subas de hasta 10 p.p. (para 3 meses de maduración), mientras que la tasa de *call*, que se encontraba en 6% en diciembre llegó a 11% en marzo. Ya hacia fines de marzo las expectativas de inflación para 2003 habían descendido a 18% entre aquellos analistas y alcanzaban sólo un dígito a juzgar por el diferencial entre LEBAC nominales e indexadas.

Con las expectativas de inflación convergiendo a los niveles deseados, se inició entonces la segunda etapa, que comprendió el segundo y tercer trimestre, y en la que la política monetaria fue

Gráfico I.3

**Tipo de Cambio Real Bilateral Argentina-Brasil**  
(R\$/\\$ deflactado por precios minoristas, índice 1995=100)



Nota: Una caída del índice implica una depreciación del peso; es decir, un aumento de la competitividad  
Fuente: Elaboración propia en base a datos BCB, IBGE e INDEC



incorporando una mayor flexibilidad, dando lugar a una monetización acorde con la evolución de la actividad económica. Los medios de pago se incrementaron 16% en términos reales, mientras que las tasas de interés tanto nominales como reales comenzaron a descender en forma sostenida. Impulsadas por la evolución de las tasas de LEBAC, las tasas pasivas descendieron de 28% en marzo a 4% en septiembre, mientras que la tasa de *call* llegó al mínimo histórico de 1% nominal (y real) en septiembre.

Las mejores perspectivas de la economía se tradujeron en una mayor demanda de saldos reales que obligó al BCRA a revisar en junio su Programa Monetario para 2003 para evitar que la desinflación se transformara en deflación. Este nuevo Programa monetario incrementó en hasta \$8.700 millones de pesos la pauta de expansión monetaria del año e incorporó un esquema de bandas para la oferta primaria de dinero consistente con un rango de inflación objetivo (5%-15%), como prelude de un esquema institucionalizado de Metas de Inflación (MI). La introducción de bandas contempla, de esta manera, no sólo la incertidumbre concerniente a la evolución del Producto o las expectativas de inflación, sino también la asociada a la sensibilidad de la demanda de saldos reales a variaciones en el ingreso o la tasa de interés nominal. En línea con la mayor flexibilidad impuesta a la política monetaria a partir del segundo trimestre y atendiendo las necesidades de liquidez del sistema financiero provenientes del levantamiento definitivo del corralón, a partir de mayo se redujeron los requisitos de liquidez en aproximadamente 8 p.p., con un importante impacto sobre las tasas de interés.

Actualmente, la evolución de los agregados monetarios se encuentra en línea con lo proyectado en el Programa Monetario, las expectativas de inflación continuaron con su tendencia descendente y para 2004 se encuentran alrededor de 7% de acuerdo con los pronósticos de distintos analistas y los diferenciales de las tasas en el mercado de LEBAC.

Dos aspectos relevantes para la formulación e instrumentación de la política monetaria deben ser adecuadamente resaltados.

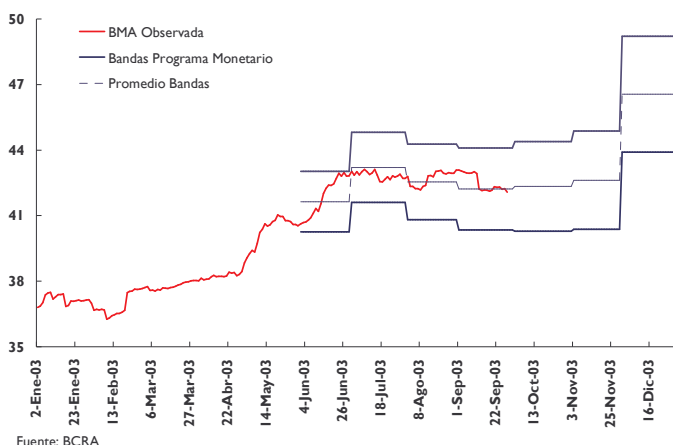
En primer lugar, es importante destacar el rol de las LEBAC como instrumento de regulación de la liquidez de la economía. La tasa de LEBAC es actualmente un instrumento efectivo de la política monetaria, mediante el cual el Banco Central puede incidir sobre otras tasas de la economía y por esa vía sobre la actividad económica y la tasa de inflación. La extensión de los plazos de las LEBAC y la introducción de instrumentos de mediano plazo indexados amplió la capacidad de incidir sobre la liquidez de los mercados financieros, redujo para el BCRA el riesgo de renovación y generó información sobre las expectativas del público acerca de la evolución futura de la inflación, el tipo de cambio y la política monetaria.

En segundo término, merece un análisis particular la evolución del tipo de cambio nominal en 2003, tanto en su nivel como en su variabilidad, ya que si bien el BCRA no persigue un objetivo de tipo de cambio, el valor que pueda tomar esta variable naturalmente impacta sobre la evolución de los precios internos. De la trayectoria temporal del tipo de cambio real se observa una cierta corrección a la sobrerreacción registrada en 2002, que se evidencia en la

Gráfico I.4

#### Base Monetaria Amplia

En miles de millones de pesos





apreciación real del peso de 3%<sup>1</sup> entre enero y agosto, con una volatilidad de 2,2%. Una comparación con los niveles históricamente registrados por esta variable, y con la experiencia de otros países que atravesaron por crisis cambiarias y bancarias durante la década del 90 (México, Indonesia, etc.) muestra que el tipo de cambio real multilateral continúa en niveles relativamente elevados a veinte meses de la crisis pero que la volatilidad registrada por el mismo se encuentra en mínimos históricos.

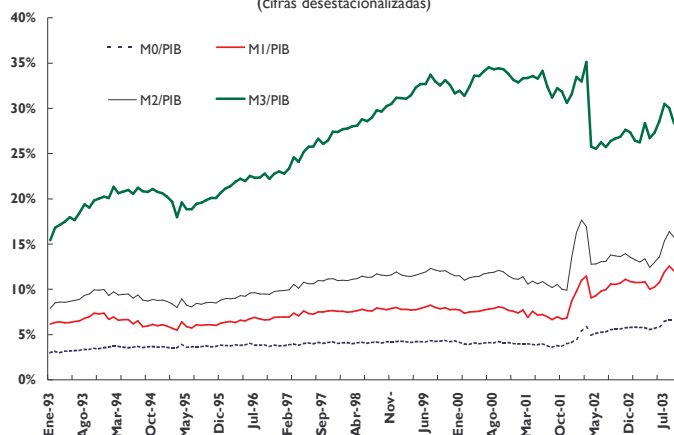
Como consecuencia de la monetización de la economía anteriormente descrita, el dinero transaccional (medido por el M2 amplio) creció en mayor medida que el PIB nominal durante el primer semestre del año, lo que implica un aumento en las tenencias de saldos reales mantenidos por el público y evidencia una recuperación de la confianza en el peso.

En cuanto a la composición de los medios de pago, durante 2002 y hasta junio de este año el circulante ganó en importancia, en detrimento de los depósitos a la vista. Este fenómeno ha sido motivado por una diversidad de factores, entre ellos la importancia adquirida por las cuasimonedas, el aumento de la informalidad como resultado de la crisis y el impuesto a los débitos y créditos bancarios. Este impuesto atenta seriamente contra la bancarización de la economía, tal como da cuenta la disminución a la mitad del monto de los débitos en proporción del PIB y la reducción en casi 40% de la cantidad de cheques emitidos y compensados respecto de los niveles observados previamente a la entrada en vigencia de este tributo. Sus efectos negativos también pesan sobre el atractivo de los depósitos a plazo al reducir sensiblemente su rendimiento.

En lo que respecta al crédito y enmarcado en un nuevo contexto normativo, en el tercer trimestre comenzaron a evidenciarse signos de reactivación. En efecto, si bien durante los primeros siete meses de 2003 continuó la tendencia descendente, al caer el stock de préstamos al sector privado 15% en términos reales, el ritmo de caída se desaceleró y de hecho en agosto se registró el primer incremento promedio mensual en tres años, el cual se repitió en septiembre, alimentado especialmente por los segmentos de adelantos en cuenta corriente, créditos personales y descuento de documentos. En particular, el rubro adelantos muestra un ritmo de crecimiento de 11% en el período junio-septiembre de 2003. Las tasas activas, si bien acompañaron la tendencia decreciente del resto de las tasas, se encuentran todavía en niveles relativamente altos. Sin embargo, el mercado de créditos no evidencia todavía el dinamismo registrado en otros sectores de la economía. El stock de préstamos en pesos todavía representa un 7% del PIB, nivel bajo si se lo compara con Brasil (30%) o Chile (63%), y si se tiene en cuenta además que nuestro país no cuenta con un mercado de capitales desarrollado.

En cuanto al comportamiento de los precios, en el corto y mediano plazo, la tasa de inflación responde directa o indirectamente a variaciones en el nivel de actividad, en el grado de utilización de los recursos productivos y en el nivel del tipo de cambio, entre otras variables, que a su vez pueden ser afectadas por los movimientos en las tasas de interés sobre las que opera la autoridad monetaria. El Banco Central tiene entonces la capacidad de incidir sobre la tasa

**Gráfico I.5**  
**Agregados Monetarios en términos del PIB**  
(cifras desestacionalizadas)



Fuente: BCRA

<sup>1</sup> La apreciación real del peso se refiere a su comparación con una canasta de monedas ponderadas por la importancia del comercio de nuestro país con cada uno de sus principales socios comerciales. Salvo que se aclare lo contrario, cada vez que se haga mención al tipo de cambio real nos referimos a este tipo de cambio real multilateral y no a la relación entre el peso argentino y el dólar estadounidense.



de inflación en el corto plazo, fundamentalmente a través de los efectos que los cambios en la cantidad de dinero tienen sobre algunos factores que determinan el nivel general de precios. Pero, la economía también es afectada continuamente por variables que están totalmente fuera del control del Banco Central, tales como la política fiscal, el crecimiento en el resto del mundo, los flujos de capital externos y los precios de los bienes que el país exporta, entre otras. Todas estas variables afectan también a la inflación y el Banco Central debe anticiparse todo lo posible a las influencias (positivas o negativas) que estos factores pueden tener sobre el nivel general de precios futuro, para lograr una convergencia entre la tasa de inflación esperada por los agentes económicos y la meta perseguida por el BCRA, en un contexto de crecimiento sostenido de la actividad económica.

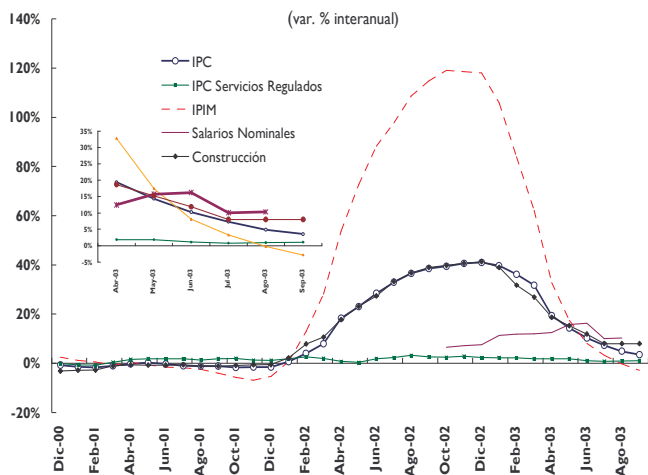
Si bien la inflación medida por el IPC se encuentra hoy muy por debajo de las expectativas imperantes a principios de año, el camino hacia la estabilidad de precios es largo y, como todas las virtudes, se adquiere gradualmente a través de un hábito constante más que a través de un golpe de suerte. El gran desafío que enfrenta el BCRA entonces es mantener la estabilidad de precios a medida que se vaya profundizando la recuperación y se haya consolidado un proceso de crecimiento vigoroso como el que la sociedad entera demanda. Aunque de acuerdo con muchos parámetros objetivos Argentina muestra hoy una marcada estabilidad de precios, esta estabilidad no puede darse por lograda definitivamente, por una serie de motivos.

En primer lugar, la variación nula del IPC en los últimos seis meses esconde comportamientos disímiles. Mientras los precios de los servicios subieron un 1,4%, los precios de los bienes cayeron un 0,7% en el segundo y tercer trimestre, a pesar de la estabilidad de la tasa de cambio del peso contra el dólar estadounidense en el período. El ajuste negativo en el caso de los bienes transables demuestra que en algunos precios existe todavía un “colchón” asociado a expectativas de depreciación del peso que no fueron convalidadas por la realidad. Esto genera una presión deflacionaria de una vez, que enturbia la identificación de la verdadera inflación subyacente. Se suma también la estabilidad de los precios de los servicios regulados que componen aproximadamente el 14% del IPC.

En segundo lugar, algunos precios líderes ya comienzan a mostrar alguna sensibilidad a la renovada demanda interna, tal como era de esperarse. El Índice del Costo de la Construcción (ICC) mostró en septiembre una variación interanual del 9,6%, casi el triple de la variación del IPC. Asimismo, el componente de bienes importados en el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) subió un 3% en los últimos dos meses, a pesar de la estabilidad del tipo de cambio. Precisamente tanto las importaciones como la actividad de la construcción, si bien aún en niveles muy deprimidos, registran actualmente un ritmo de crecimiento cercano al 40% anual.

Por lo tanto, si bien se espera que la tasa de variación del IPC termine por debajo del rango del programa monetario vigente, cerca del 3% en el 2003, la combinación de una inflación subyacente algo superior a la observada, de ajustes pendientes de precios relativos y de una natural recuperación de márgenes de comercialización en los sectores más sensibles a la demanda interna, sugiere una aceleración modesta y temporaria de la inflación durante 2004.

**Gráfico I.6**  
**Evolución de los Precios**  
(var. % interanual)



Fuente: INDEC



Además de asegurarse de que dicha aceleración sea modesta y temporaria, la política del BCRA tiene también un desafío adicional en 2004: la convergencia de las expectativas de inflación. En efecto, si bien hoy en promedio las expectativas de inflación de la población son bajas, todavía están muy dispersas. Como consecuencia de la historia monetaria argentina y del lento proceso de recuperación de la credibilidad del BCRA, la probabilidad que le asignan los distintos agentes económicos a escenarios de alta inflación o incluso deflación es todavía demasiado alta, a juicio del BCRA. Los ahorristas temen que un aumento de la inflación vuelva a erosionar el poder adquisitivo de sus ahorros. Los empresarios temen volver a un proceso de deflación que erosione el patrimonio neto de sus empresas. Los bancos, muy descalzados en sus activos y pasivos como consecuencia de la crisis financiera, no pueden intermediar entre unos y otros ya que están expuestos a saltos inesperados en la tasa real de interés.

Esta asimetría en las expectativas de inflación es el principal obstáculo, no sólo para una estabilidad de precios duradera, sino también, para el resurgimiento definitivo del crédito. Con expectativas de inflación tan dispersas, las tasas reales de interés son muy altas para algunos y muy bajas para otros, dificultando el encuentro entre la demanda y la oferta de crédito. El esquema de Metas de Inflación al que avanza el BCRA es la mejor manera de institucionalizar la estabilidad de precios, reduciendo las asimetrías de información y estimulando, de ese modo, el resurgimiento del crédito.



## II. CONTEXTO INTERNACIONAL

### II.1. Síntesis

Luego de un comienzo de año marcado por la incertidumbre que generó el conflicto bélico entre Estados Unidos e Irak entre otros factores, para 2003 se espera una expansión económica global en torno a 2,7%, inferior al crecimiento de 3,0% del año anterior (ver Gráfico II.1). Además, se espera para este año una inflación mundial cercana a 2,5% aunque el aumento de precios en las economías más importantes del mundo se ubicaría por debajo de este valor, destacándose los casos de Japón y Alemania donde se registraría una inflación anual de -0,5% y 0,9% respectivamente. En este escenario, las tasas de interés se encuentran en niveles muy bajos (tasa LIBOR a un año 1,3% y tasa de los *Fed Funds* 1% anual) y se mantendrían en torno a esos valores en el corto plazo.

Las proyecciones de crecimiento económico mundial para 2003 se redujeron sucesivamente en la primera parte del año por diversos motivos, entre los que se destaca el conflicto bélico entre Estados Unidos e Irak, el mal desempeño de la economía de la zona Euro arrastrada principalmente por Alemania, y las consecuencias de la epidemia del Síndrome Respiratorio Agudo Severo (SARS, según su nombre en inglés) sobre el nivel de actividad de la región asiática.

Así, la actividad económica en Estados Unidos se vio afectada en el primer trimestre por la inminencia del conflicto en el Golfo Pérsico pero mejoró en el segundo trimestre como consecuencia de un aumento en el consumo y un gasto récord en defensa. Para lo que resta del año se espera un desempeño favorable impulsado básicamente por una mayor expansión del consumo en un contexto de bajas tasas de interés, una mejora en la confianza y el impacto positivo de incentivos fiscales.

Por su parte, la economía de Brasil se encuentra técnicamente en recesión (el PIB cayó en dos trimestres consecutivos en términos desestacionalizados) desde comienzos de 2003, y la reactivación recién se comenzaría a sentir en los últimos meses del año, en parte como resultado de la flexibilización de la política monetaria iniciada en junio. En la primera parte de 2003 el Banco Central de Brasil se vio forzado a mantener la tasa de interés de referencia en niveles elevados para evitar una escalada inflacionaria, pero una vez controlado este factor comenzó a reducir la tasa Selic. Así como en la primera mitad del año la recesión de Brasil impactó en el comercio bilateral con Argentina, es de esperar que en la medida que se haga sentir la reactivación, ésta repercuta positivamente en el comercio argentino.

Finalmente, la zona Euro no evidenciaría este año un crecimiento relevante, fundamentalmente como consecuencia del estancamiento de la actividad económica en Alemania, Italia y Francia. Mientras la región asiática, que en la primera mitad del año se vio afectada por la epidemia SARS, se favorecería en esta segunda parte de 2003 como consecuencia de una flexibilización de las políticas monetarias y fiscales, y una recuperación de las exportaciones por el mejor contexto internacional (sobre todo de Estados Unidos) para llegar a un crecimiento cercano al del año pasado.

**Gráfico II.1**  
Producto Interno Bruto  
(variación % anual)

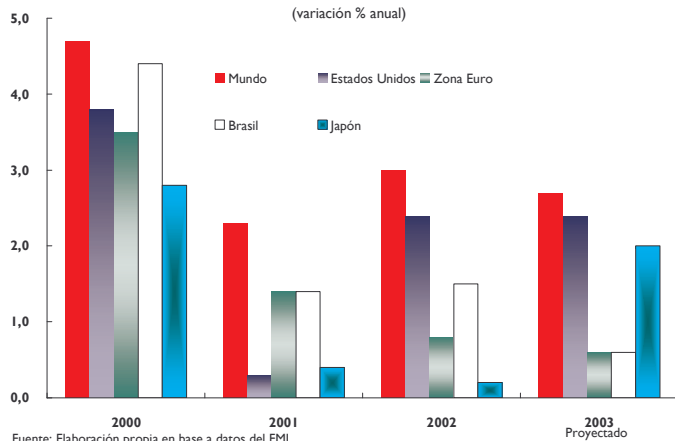
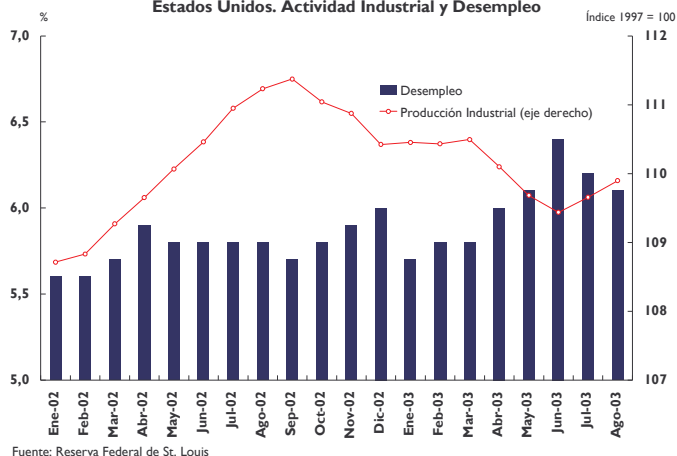




Gráfico II.2

Estados Unidos. Actividad Industrial y Desempleo



Por otro lado, para los próximos meses se espera una tendencia firme en los precios de los *commodities* y un panorama más alentador para las economías de América Latina por el redireccionamiento de los capitales externos, tanto como consecuencia del mayor apetito por riesgo de los inversores internacionales como por las mejoras que estas economías han podido mostrar.

En esta sección se detallará la evolución reciente así como las perspectivas para lo que resta del año, de las principales variables y de las economías más relevantes para Argentina, ya sea por sus relaciones comerciales como por la influencia que puedan tener sobre las tasas de interés, los precios y los flujos de capitales.

## II.2. Estados Unidos

Después de la recuperación económica del año pasado tras el tenue crecimiento de 2001 y el difícil comienzo de este año por la guerra contra Irak, la economía de Estados Unidos parece estar nuevamente en una senda de crecimiento más acelerado y para este año se espera una expansión del PIB similar a la de 2002 (alrededor de 2,5%). Por otra parte, temiendo un escenario deflacionario tras el fin de la guerra, la Reserva Federal decidió llevar la tasa de los *Fed Funds* a 1% anual (su nivel más bajo en 45 años) y no se esperan cambios en los próximos meses. En este contexto, la inflación sería este año de 2,2%.

La guerra entre Estados Unidos e Irak dividió claramente la evolución de los distintos indicadores de la economía norteamericana. La inminencia del ataque generó en el primer trimestre del año un fuerte aumento del precio del petróleo que repercutió negativamente en las estimaciones de crecimiento económico mundial, afectando principalmente a la economía de Estados Unidos, gran consumidor e importador neto de este producto.

El Índice de Confianza del Consumidor que alcanzaba casi los 80 puntos a principios de año, se derrumbó en marzo hasta los 61,4 puntos como consecuencia del conflicto bélico en el Golfo Pérsico, descendiendo 27 puntos con respecto al promedio de la segunda mitad de 2002. Además, la actividad económica que había crecido 2,4% en 2002 sólo se expandió a una tasa anualizada de 1,4% en el primer trimestre del año. Por su parte, el índice de desempleo acompañó este escenario creciendo 0,3 puntos porcentuales (p.p.) en los primeros cuatro meses de 2003 (ver Gráfico II.2).

En este escenario, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Estados Unidos subió 1,3% en el primer trimestre del año como consecuencia del aumento en el precio del petróleo que generó un alza de los precios de la energía (ver Gráfico II.3). Así, el Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC, según su nombre en inglés) decidió mantener la tasa de los *Fed Funds* en 1,25% anual en esta parte del año.

Por otra parte, la necesidad de financiar el combate en Medio Oriente, así como los conflictos que se sucedieron posteriormente, generó un gran incremento del gasto en defensa que creció a una tasa anualizada de 45,8% en el segundo trimestre, lo que explica una importante proporción de la variación del PIB en ese período

Gráfico II.3

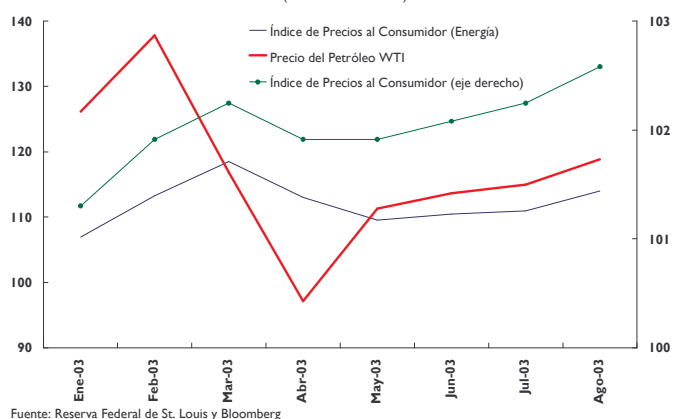
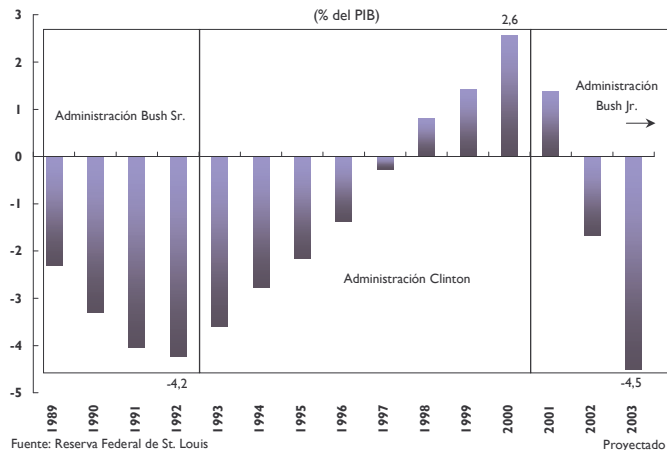
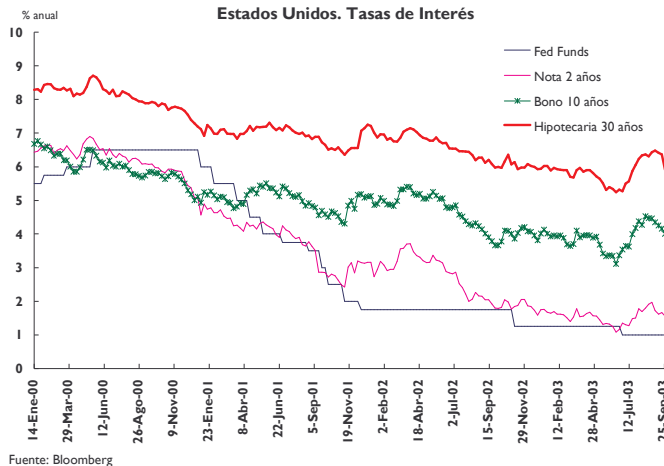
EE.UU.. Índice de Precios al Consumidor y Precio del Petróleo  
(índices 2002 = 100)

Gráfico II.4

Estados Unidos. Resultado Fiscal  
(% del PIB)



**Gráfico II.5**  
Estados Unidos. Tasas de Interés

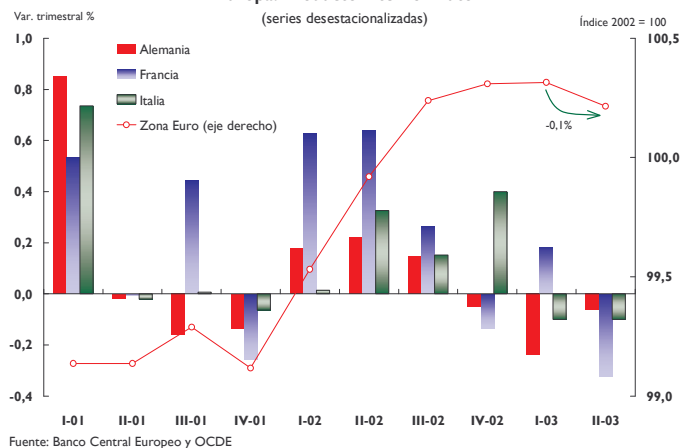


junto con la reactivación del consumo, a medida que los habitantes norteamericanos recuperaban la confianza.

Sin embargo, el incremento en el gasto militar también potenció un fuerte incremento del déficit fiscal, calculado en torno a 4,5% del PIB para este año (ver Gráfico II.4). En este sentido, también fue decisivo el plan de recorte de impuestos impulsado por el Gobierno del presidente George W. Bush y ratificado por el Congreso. El texto finalmente aprobado incluyó un incentivo fiscal de US\$350.000 millones, de los cuales cerca de US\$210.000 millones se verificarían entre 2003 y 2004, impactando en el déficit fiscal tanto de este año como del siguiente.

El proyecto incluyó, entre otros puntos, bajas en el impuesto a los dividendos y a las ganancias y un aumento de los subsidios por desempleo y de las asignaciones familiares. En consecuencia, la necesidad de emitir nuevos títulos para financiar el creciente déficit fiscal provocó un aumento en los rendimientos de los bonos del Tesoro de Estados Unidos de largo plazo que se vio reflejado en un alza de las tasas hipotecarias a 30 años de ese país, aunque esa tendencia se revirtió en las últimas semanas (ver Gráfico II.5).

**Gráfico II.6**  
Europa. Producto Interno Bruto  
(series desestacionalizadas)

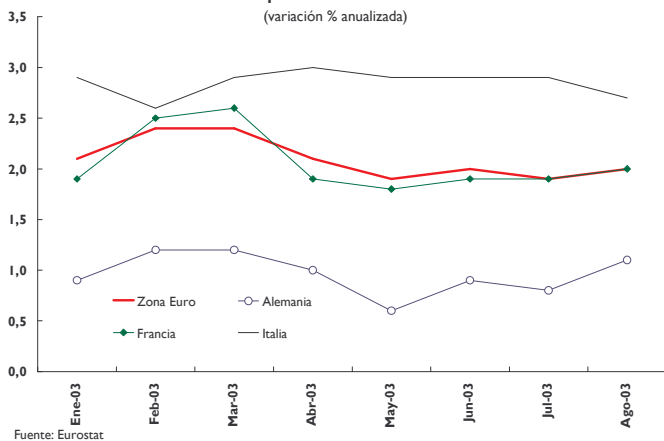


Con todo, la economía de Estados Unidos creció en el segundo trimestre del año a una tasa anualizada de 3,3%, superando ampliamente las proyecciones de los analistas. Para lo que resta del año se espera una expansión económica superior a la de la primera mitad que iría atada a una caída en la tasa de desempleo, lo que ya ocurre desde julio. Por otro lado, el fin de la guerra impulsó una caída de los precios en Estados Unidos, razón por la cual el FOMC redujo la tasa de los *Fed Funds* en su reunión de fines de junio hasta 1% anual y mantuvo esta política en su último encuentro tras considerar que el temor deflacionario continuará siendo la principal preocupación en los próximos meses.

### II.3. Zona Euro y Asia

La economía de la zona Euro se expandiría este año menos de 1% arrastrada por los tenues crecimientos de Francia, Italia y Alemania dado que juntas representan alrededor de 70% del PIB de la región. La inflación del bloque, acompañada también por el estancamiento de los precios en Alemania, se ubicaría este año en torno a 1,8% anual, 0,2 p.p. por debajo del valor observado en 2002.

**Gráfico II.7**  
Europa. Inflación minorista  
(variación % anualizada)



En la primera parte del año, la economía de la zona Euro estuvo básicamente influenciada por el magro desempeño de la actividad en Alemania que constituye casi un tercio del Producto total del bloque. El PIB de los países que comparten el euro como moneda común (las quince economías de la Unión Europea con excepción de Inglaterra, Suecia y Dinamarca) se mantuvo estable en el primer trimestre en términos desestacionalizados (s.e.) con respecto al último período de 2002 y cayó 0,1% s.e. en el lapso abril-junio (ver Gráfico II.6). Jaqueada por un creciente déficit fiscal que podría llegar este año a 4% del PIB (llevando a Alemania a incumplir por segundo año consecutivo el Pacto para la Estabilidad y el Crecimiento de la zona Euro que establece un techo para el resultado fiscal negativo de 3% del PIB) y ante la imposibilidad del Gobierno de conseguir las reformas estructurales necesarias, la economía de ese país tendría este año un crecimiento prácticamente nulo.



Asimismo, la economía francesa no evidenció resultados favorables en la primera mitad de 2003 y se expandiría este año menos de 1%. En ambos países el número de desempleados se encuentra en niveles elevados, particularmente en Alemania donde la tasa de desempleo superó en julio 10% (llegando a 18% en la ex Alemania del Este).

Por su parte, la inflación anualizada de los precios al consumidor de la zona Euro se mantuvo en la primera mitad del año en torno a 2% (ver Gráfico II.7). Sin embargo, el riesgo de incumplir el límite de inflación del 2% para el año se redujo con el escenario recesivo de la economía y el impacto en los precios generado por la apreciación del euro frente al dólar evidenciada desde principios de 2003 (9,5% el primer semestre), por lo que el Banco Central Europeo decidió reducir su tasa de interés de referencia (MRO) en dos oportunidades.

El 7 de marzo se decidió un recorte de 0,25 p.p. en la tasa, mientras que el 6 de junio se bajó otro 0,50 p.p. llevándola hasta 2,0% anual, su menor valor histórico (ver Gráfico II.8).

En este escenario, las estimaciones de crecimiento de la zona Euro se redujeron notablemente a lo largo del año, partiendo de una cifra superior a 1,5% en enero hasta la proyección en torno a 0,5% en que se encuentra actualmente. Por su parte, los precios al consumidor aumentarían este año 1,8% aproximadamente.

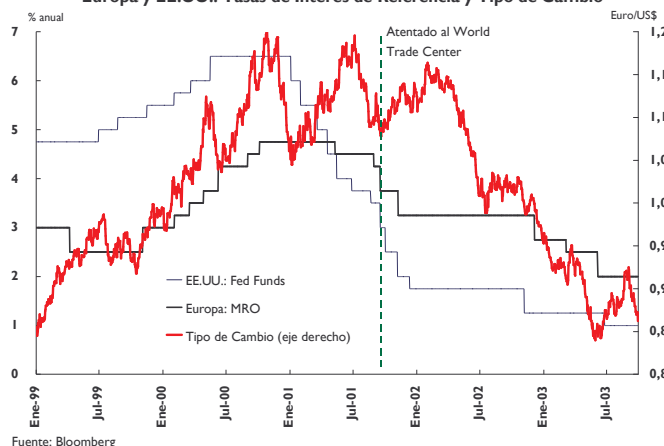
Por otro lado, Japón aún se encuentra atravesando algunas dificultades financieras y la fuerte carga de su deuda (aproximadamente 160% del PIB) impiden que la economía logre despegar definitivamente. Sin embargo, luego de haber crecido sólo 0,2% en 2002, se espera para este año una expansión del PIB en torno al 2% impulsada por un mejor escenario internacional. El crecimiento del segundo trimestre del año y la recuperación del precio de las acciones niponas estarían indicando que el crecimiento del año podría incluso ser superior. Los precios al consumidor caerían de todas formas este año alrededor de 0,5%, repitiendo la deflación observada en los últimos años.

El resto de la economías asiáticas tuvieron un desempeño económico desfavorable en la primera parte del año, ligado básicamente a la debilidad de la demanda doméstica. Este comportamiento respondió no sólo al efecto de la epidemia SARS sino también a la incertidumbre generada por la guerra en el Golfo Pérsico y el consecuente aumento en el precio del petróleo. A pesar de que la enfermedad afectó principalmente al turismo (un componente importante del PIB de varios países de la región) y las ventas, también podría haber efectos tardíos en el nivel de actividad por un retraso en las decisiones de inversión.

De todas maneras, con la inflación bajo control en la mayoría de las economías del continente (estimada en 2,5% para 2003), la flexibilización de las políticas monetarias junto con políticas fiscales estimulantes consiguieron amortiguar parte de los shocks adversos. Además, la recuperación de la economía de Estados Unidos impulsaría las exportaciones de los países de la región por lo que las perspectivas para lo que resta del año son más alentadoras, aunque la expansión del PIB asiático en 2003 (proyectada en torno a 6%) sería levemente inferior a la del año anterior. Sin embargo, aún resta resolver en algunos de los países de la región una serie de

Gráfico II.8

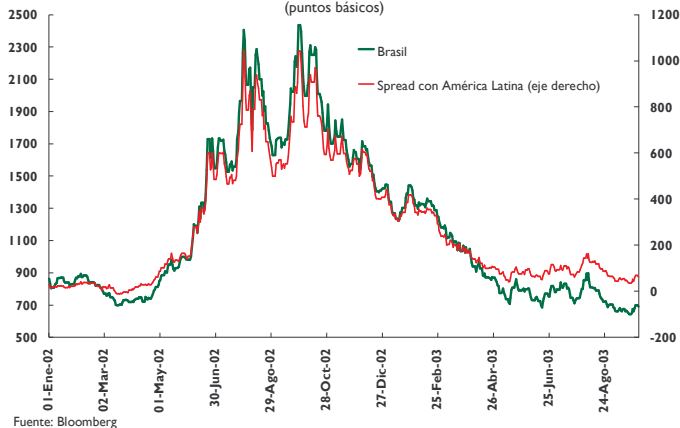
Europa y EE.UU.. Tasas de Interés de Referencia y Tipo de Cambio



Fuente: Bloomberg



**Gráfico II.9**  
**Brasil. Riesgo País**  
(puntos básicos)



problemas relacionados al sistema financiero que de no encararse adecuadamente podrían mermar la recuperación económica en los próximos años.

En particular, el PIB de China, importante destino de las exportaciones argentinas, creció en el primer trimestre del año 10% en relación con igual período de 2002 impulsada por las exportaciones y una fuerte inversión, pero ya en el segundo trimestre la economía se desaceleró por los efectos adversos de la epidemia SARS. Sin embargo, las perspectivas para los últimos meses del año son favorables y el PIB chino crecería en 2003 cerca de 7,5% impulsado por la expansión del crédito, una inversión pujante y la solidez de su sector externo.

## II.4. Brasil

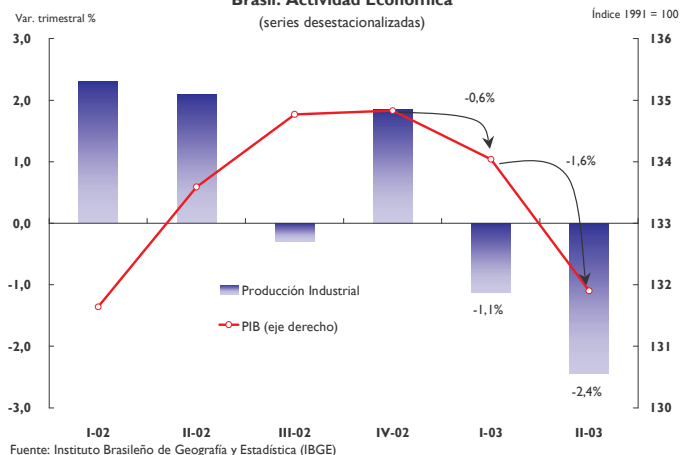
Luego de atravesar un período recesivo en la primera mitad del año, la actividad económica podría recuperarse en los próximos meses en parte como respuesta a la flexibilización de la política monetaria, que incluyó la reducción de la Tasa de Referencia Selic (TRS) y de los encajes bancarios para depósitos a la vista, estimándose un crecimiento inferior a 1% en 2003. En este sentido, la inflación que se había disparado en los primeros meses del año se encuentra ahora bajo control y se estima que a fin de año los precios arrojen un aumento cercano a 9,5% con respecto a diciembre de 2002 y que la tasa Selic se ubique por debajo de 20%.

La importancia de la situación brasileña radica en el impacto que tiene el desempeño de la actividad económica en ese país en la evolución del comercio bilateral con Argentina. Así, mientras Brasil atravesó con dificultades la primera mitad del año, las exportaciones argentinas hacia ese país acumuladas entre enero y agosto cayeron 7% con respecto a igual período de 2002 y las compras a nuestro país vecino crecieron 85% en la misma comparación interanual, sustrayendo alrededor de 1 pp de crecimiento del PIB de Argentina.

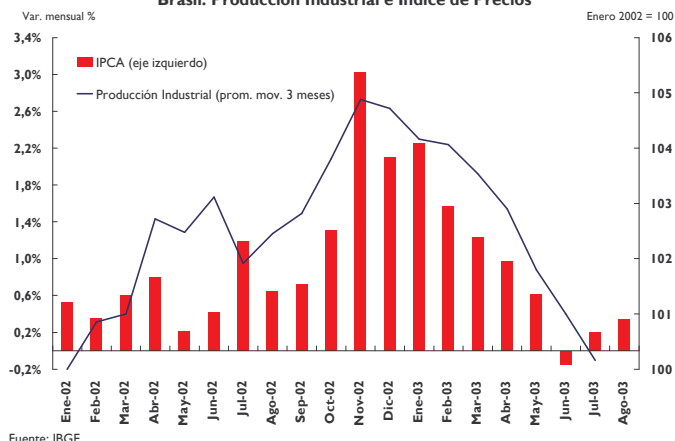
Cuando Luiz Inácio Lula da Silva asumió la Presidencia el pasado 1° de enero, los mercados se encontraban expectantes con respecto a cual sería la política del nuevo Gobierno. Mediante la aplicación inmediata de una política fiscal austera y una política monetaria muy dura, el presidente Lula envió una señal muy clara al mercado. En este sentido, el Gobierno decidió fijar la meta del superávit primario para 2003 en 4,25% del PIB, elevándola 0,50 p.p. con respecto a la meta fijada con el Fondo Monetario Internacional (FMI) en septiembre del año anterior, e incluso en la primera mitad del año el Sector Público no Financiero presentó un superávit primario de R\$40.000 millones (5,4% del PIB), superando la meta de R\$34.500 millones pactada con el FMI para ese período.

Así, el riesgo país comenzó rápidamente una tendencia descendente y cayó aproximadamente 600 puntos básicos en la primera mitad del año (ver Gráfico II.9). Sin embargo, la dureza de las políticas monetaria y fiscal repercutió en la actividad económica. Ésta comenzó a evidenciar señales claras de recesión con caída del PIB y la producción industrial (ver Gráfico II.10) e importantes aumentos en la tasa de desempleo, que pasó de 10,5% en diciembre de 2002 a 13% en junio del corriente año.

**Gráfico II.10**  
**Brasil. Actividad Económica**  
(series desestacionalizadas)



**Gráfico II.11**  
**Brasil. Producción Industrial e Índice de Precios**





Finalmente, acompañando los aumentos de la tasa Selic decididos por el Comité de Política Monetaria (Copom) del Banco Central de Brasil (BCB) en sus reuniones de enero y febrero, la inflación mensual empezó a ceder, inclusive evidenciando una deflación de 0,2% en los precios al consumidor en el mes de junio (ver Gráfico II.11).

Por su parte, el superávit comercial récord registrado en los primeros seis meses de 2003 cuando la economía se desaceleraba, junto con el aumento de la tasa y la mayor confianza que fue generando el nuevo Gobierno contribuyeron a la apreciación del real. En este contexto la cotización del dólar cayó hasta R\$2,81 a fines de junio pasado, apreciándose la moneda brasileña 26% en la primera mitad del año. Las exportaciones crecieron en este período 32% mientras que las importaciones sólo aumentaron 1% con respecto a igual lapso del año anterior para revertir el resultado deficitario de la cuenta corriente obtenido en la primera mitad de 2002 y acumular entre enero y junio de este año un superávit de US\$535 millones.

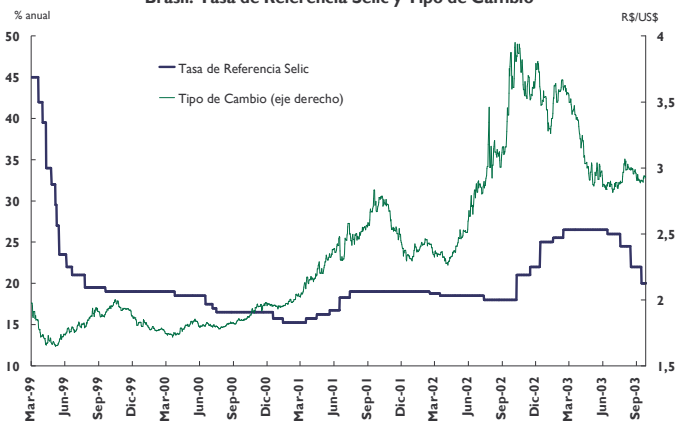
Así, en un escenario recesivo y con inflación controlada, el Copom decidió a partir de junio comenzar a flexibilizar la política monetaria y en su reunión de ese mes bajó la TRS 0,5 p.p.. En los tres meses siguientes se decidieron reducciones de 1,5 p.p., 2,5 p.p. y 2 p.p. respectivamente (junto con un descenso de los encajes para depósitos a la vista del 60% al 45%), y ahora la tasa de interés de referencia se ubica en 20% anual, su menor valor desde diciembre del año pasado (ver Gráfico II.12). Además, según la encuesta Focus del BCB donde son consultados cien analistas brasileños, la Tasa Selic terminaría el año en torno a 18%.

Con todo, la evolución del nivel de actividad económica y de la inflación para lo que resta del año estará en parte influenciada por las decisiones que adopte el Banco Central de Brasil con respecto a la tasa de interés de referencia que rige el resto de las tasas de interés de la economía. De acuerdo con la encuesta Focus el PIB crecería este año menos de 1% (el Ministerio de Planeamiento considera que la expansión sólo será de 0,5%) y la inflación sería de 9,6% anual, 1,1 p.p. superior a la meta fijada por el BCB para este año.

## II.5. Precios de *Commodities*<sup>2</sup>

Luego del fuerte aumento del precio de los *commodities* evidenciado el año pasado, éstos se encuentran actualmente en niveles superiores a los registrados en la última parte de la década pasada. Este contexto es ampliamente favorable para economías como la argentina, basadas en la exportación de productos (con o sin elaboración) de origen primario. Sin embargo, en la primera parte del año los precios de los *commodities* relacionados al agro han tenido un evolución levemente desfavorable generada, en parte, por la recuperación de la oferta de estos productos que acompañó el fuerte incremento en sus precios observado el año pasado. Los precios de los productos agrícolas aumentaron en 2002 alrededor de 25% con respecto a los mínimos de octubre del año anterior generando una gran oferta en la mayoría de granos y oleaginosas. Por otra parte, el precio del barril de petróleo *West Texas Intermediate* (WTI), crudo de referencia para Argentina,

**Gráfico II.12**  
Brasil. Tasa de Referencia Selic y Tipo de Cambio



Fuente: Bloomberg

<sup>2</sup> Producto básico de calidad estándar con mercado y precio internacional difundido.



mantendría la tendencia creciente observada desde mayo último, básicamente como resultado de un bajo nivel de stocks y de una posible escasez de oferta por el largo tiempo transcurrido hasta que países como Irak y Venezuela pudieron volver a producir en condiciones normales tras las crisis sufridas (la guerra en el Golfo Pérsico y la huelga de los trabajadores de la empresa petrolera estatal en Venezuela). Finalmente, el precio de los metales, que evidencia una tendencia ascendente a partir del segundo trimestre, continuaría subiendo como consecuencia de una mayor demanda en un contexto de recuperación de la economía global en los últimos meses de 2003.

En los primeros meses de este año la mayoría de los precios de los productos agrícolas mostraron una tendencia negativa, en parte como consecuencia del fuerte incremento en la oferta, a excepción de las tortas de soja que se elevó por la mayor demanda de este producto por parte de los países de la Unión Europea, donde esos desperdicios son utilizados para alimentar al ganado. Tanto el precio de los porotos de soja como el del aceite de esa oleaginosa tuvieron en estos meses una evolución desfavorable y esta tendencia continuaría, afectada por las grandes cosechas de Argentina y Brasil entre otros.

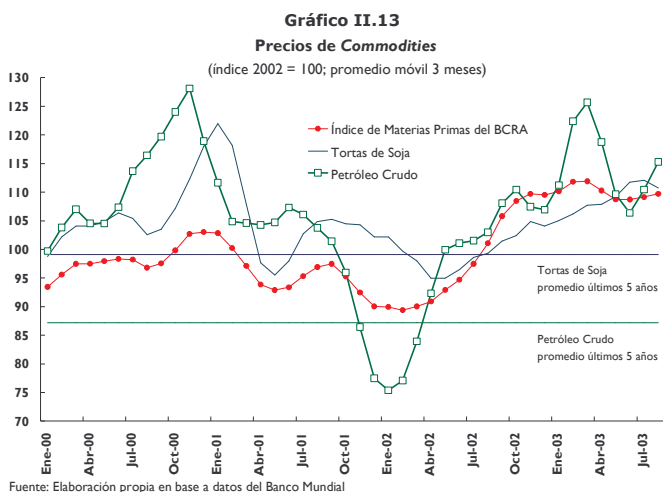
Por su parte, el precio del maíz, que creció en los primeros meses del año y cayó en lapso mayo-agosto, comenzó a mostrar recientemente una tendencia ascendente que se mantendría hasta fin de año, cuando se conseguiría una recomposición de los stocks. El valor del trigo descendió en la primera mitad del año y esta evolución se mantendría en lo que resta del año dado que su producción ha crecido fuertemente tras las sequías sufridas en períodos anteriores. La importancia de estos productos radica en que representan aproximadamente 28% de las exportaciones totales argentinas.

Además, tal como mencionáramos anteriormente, el precio del petróleo WTI se elevó fuertemente en los meses previos al conflicto entre Estados Unidos e Irak, luego retornó a su nivel y a partir de mayo se observa una tendencia ascendente producto de la escasez de oferta. Con todo, el Índice de Materias Primas del BCRA<sup>3</sup> se encuentra en niveles similares a los de fines de 2002 luego de evidenciar una tendencia mixta en los primeros meses de este año (ver Gráfico II.13).

## II.6. Flujo de Capitales

Los indicios de recuperación en los niveles de actividad económica en los principales países de América Latina y el mundo, la paulatina reducción en los niveles de incertidumbre política, la caída en los niveles de las tasas de interés, el aumento en los precios de los productos básicos exportados por los países de la región, y un repunte en el apetito por el riesgo de parte de los inversores privados pueden indicarse como los principales factores que impulsarían un repunte en el flujo de capitales hacia América Latina.

En un contexto internacional de bajas tasas de interés y ante un escenario de mayor crecimiento esperado, se ha ido incrementando



<sup>3</sup> El Índice de Materias Primas del BCRA está construido sobre la base de un promedio ponderado -según la participación en las exportaciones totales argentinas- de los precios de porotos de soja, tortas de soja, aceite de soja, maíz, trigo, carne bovina, petróleo crudo, metales y aluminio primario. El conjunto de estos productos representa 41% de las exportaciones totales argentinas.



**Gráfico II.14**  
**Spread de Activos de Alto Rendimiento**  
(puntos básicos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Bloomberg

el apetito por riesgo de los inversores, lo que se vio reflejado tanto en la reducción del diferencial de tasas de los bonos más riesgosos de las economías más desarrolladas<sup>4</sup> (ver Gráfico II.14), como en los flujos hacia economías emergentes.

Este mayor apetito por riesgo permitirá que este año se revierta la tendencia decreciente del nivel de los flujos de capitales hacia economías emergentes. El flujo de capitales privados descendió desde el año 2000, hasta el piso observados en 2002 (el menor en los últimos diez años), aunque en el 2003 se estaría viendo un fuerte repunte.

Teniendo en cuenta que, en general, los países de América Latina parecen haber dejado atrás lo peor de la crisis y las proyecciones de crecimiento para la región son positivas (en el orden de 1,5%) luego de dos años sucesivos de contracción económica es que las estimaciones indican que una importante proporción de los flujos hacia los emergentes abordarían la región durante 2003.

Con todo, el contexto internacional luce alentador y beneficiaría a Argentina a través de un mejor desempeño de nuestro sector exportador y una situación favorable para las empresas argentinas que se encuentran en proceso de reestructuración de sus deudas.

<sup>4</sup> Margen de rendimiento entre los bonos de las empresas mejor calificadas ("AAA") y aquellas más riesgosas ("Master II").



### III. ACTIVIDAD ECONÓMICA

#### III.1. Síntesis

El crecimiento que viene mostrando la actividad económica durante 2003 es significativamente superior a las estimaciones de principios de año. Según las últimas proyecciones del BCRA, el Producto Interno Bruto (PIB) crecería, impulsado por el gasto doméstico, alrededor del 7% este año. En este contexto de crecimiento, la elevada brecha del producto respecto del PIB potencial todavía vigente es uno de los factores que explica la inexistencia de presiones inflacionarias.

En el segundo trimestre del año, el Producto registró un incremento de 1,6% sin estacionalidad (s.e.) respecto al período previo, alcanzando el quinto trimestre consecutivo de variación positiva. Si bien se observa una leve desaceleración respecto a la dinámica observada durante los primeros tres meses del año (+2,5% s.e. trimestral), el crecimiento se ubicó por encima de las variaciones registradas en los primeros tres trimestres de la recuperación de 2002 (ver Gráfico III.1).

Asimismo, según surge del Cuadro III.1 los primeros indicadores de actividad del tercer trimestre muestran que la economía continúa expandiéndose a tasas elevadas e incluso mayores a las del segundo trimestre, por lo que es esperable un aumento del PIB en torno de 2,5% (s.e.).

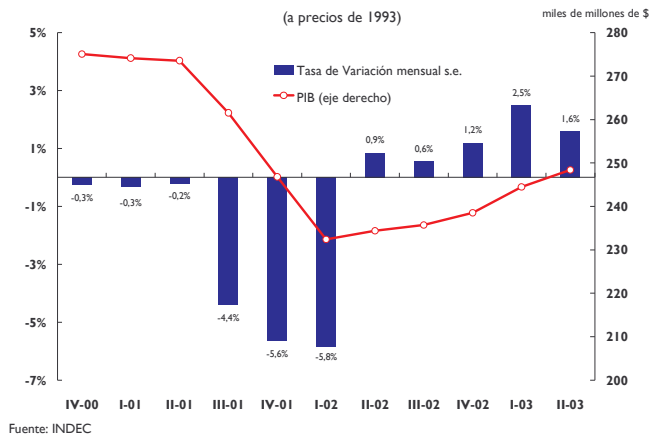
Un punto a remarcar es el cambio en la contribución al crecimiento de los distintos componentes del gasto. En los primeros trimestres de la recuperación, las exportaciones netas fueron quienes explicaron la salida, mientras que durante el 2003 cedieron su lugar a la demanda doméstica, impulsada por la inversión y el consumo (ver Gráfico III.2). Tal comportamiento se explicó por una combinación de factores entre los que se destacan la fuerte desaceleración de la tasa de inflación, la reducción de las tasas de interés, la menor volatilidad del tipo de cambio, la recuperación de los salarios reales y el aumento del empleo.

Se estima que en lo que queda del año será el consumo el principal impulsor de crecimiento, seguido por la inversión. En contraste, a pesar de la buena performance de las ventas al exterior, las exportaciones netas tendrán una contribución nula o negativa en la medida en que se consolide la recuperación de las importaciones de la mano de la expansión de la economía y continúe la contribución negativa de Brasil.

Desde el punto de vista sectorial, el crecimiento del producto se explicó fundamentalmente por la expansión de las ramas industriales sustitutivas de importaciones, las agroindustrias de exportación, la actividad agrícola y el turismo, impulsadas por el fuerte cambio de precios relativos que siguió al abandono de la Convertibilidad. Sin embargo, también ha habido una recuperación importante en la actividad de la construcción y el consumo de servicios públicos.

La recuperación de la economía se sustentó principalmente en la mayor utilización del exceso de capacidad instalada en conjunto

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



Fuente: INDEC

**Cuadro III.1**  
Indicadores de Actividad

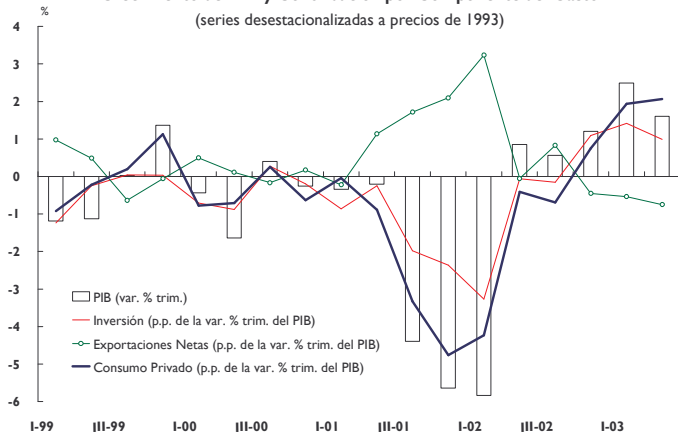
Serie desestacionalizadas	Var % 1T 03/4T 02 (*)	Var % 2T 03/1T 03 (*)	Var % 3T 03/2T 03 (*)
PIB (EMAE) (**)	2,4%	1,8%	2,1%
Industria (EMI) (***)	8,0%	-0,5%	1,8%
Construcción (ISAC) (***)	13,1%	6,5%	3,0%
Servicios Públicos (***)	3,0%	2,2%	3,3%
Ventas Supermercados (cantidades) (***)	-2,0%	3,3%	3,2%
Ventas Centros de Compras (cantidades) (***)	4,1%	0,9%	7,5%
Ventas de Autos (***)	7,3%	57,7%	24,9%
IVA DGI (****)	0,8%	1,4%	4,0%
Importaciones (***)	19,4%	16,4%	-2,1%
Nivel de Empleo GBA (**)	0,6%	0,5%	1,3%
Confianza del Consumidor Di Tella (****)	40,6	46,9	53,3

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

(\*\*) Datos a julio, (\*\*\*) Datos a agosto, (\*\*\*\*) Datos a Septiembre

Fuente: Ministerio de Economía y UTDT

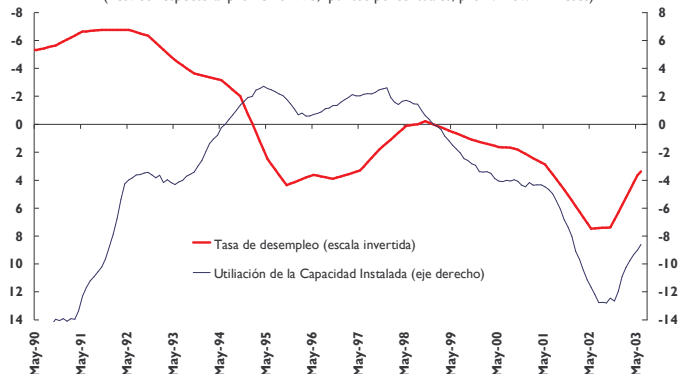
**Gráfico III.2**  
Crecimiento del PIB y Contribución por Componente del Gasto  
(series desestacionalizadas a precios de 1993)



Fuente: INDEC



**Gráfico III.3**  
Tasa de Desempleo y Utilización de la Capacidad Instalada  
(desvíos respecto al promedio 1998; puntos porcentuales; prom. móv. 12 meses)



Fuente: INDEC y FIEL

con la existencia de recursos humanos ociosos, producto del elevado desempleo, generados por la economía luego de 16 trimestres de recesión y con una caída del PIB de 20% desde los máximos alcanzados en el primer trimestre de 1998.

Según estimaciones propias, aún en el contexto actual de crecimiento, la brecha entre el PIB observado y el PIB potencial mostraría un nivel significativo de subutilización de recursos tanto del factor capital como del trabajo (ver Gráfico III. 3).

Como consecuencia de la fuerte caída de la inversión durante 2002 que significó una reducción del stock de capital, se espera que el mismo se mantenga relativamente sin variaciones durante este año a pesar de la significativa recuperación de la inversión.

Adicionalmente, el cambio en los precios relativos significó para los sectores productores de bienes transables un aumento significativo de los márgenes de comercialización. Este factor, en conjunto con la reducción en la carga financiera del stock de deuda privada producto de la pesificación (en el caso de la deuda doméstica) y de la cesación de pagos y/o reestructuración (en el caso de la deuda externa), permitieron en parte la financiación del capital de trabajo en un contexto de escasez del crédito.

En la medida en que se agoten los recursos productivos ociosos, el resurgimiento del crédito será un factor indispensable para permitir una recuperación sostenida de la actividad económica. A mediano y largo plazo, el autofinanciamiento y las financiaciones aisladas no serían suficientes para generar un proceso de inversiones que contrarreste la destrucción y estancamiento observados del stock de capital en los últimos años (ver Gráfico III. 4). En este sentido, la reducción de las tasas de interés pasivas, que se viene registrando desde principios de año, comenzó a trasladarse lentamente a las tasas activas, permitiendo la primera recuperación del crédito en agosto luego de tres años de contracción.

### III.2. Componentes del Gasto

La inversión fue el componente más dinámico del gasto en la primera parte del año, dejando luego lugar al consumo. En cambio, las exportaciones netas, que impulsaron los primeros meses de la salida de la recesión en 2002, este año tienen un aporte negativo.

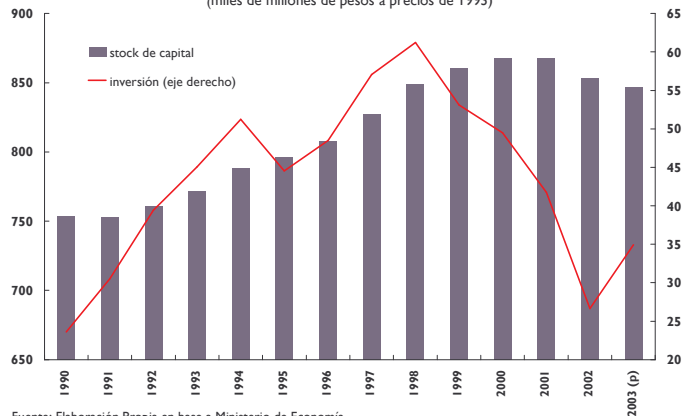
En lo que queda del año se espera que se mantenga la tendencia, con el gasto doméstico y principalmente consumo, liderando la recuperación.

#### Inversión

La inversión mostró durante el segundo trimestre un crecimiento del 31,7% respecto a un año atrás (7,6% s.e. respecto al trimestre anterior) impulsado, en primer lugar, por el aumento en la inversión en construcción, y en segundo lugar, por la incorporación de maquinaria y equipo al proceso productivo, especialmente de origen importado. De esta forma, la inversión se constituyó en el componente más dinámico del producto desde comienzos de este año

La inversión seguiría contribuyendo positivamente al crecimiento de la economía durante lo que resta de 2003. En efecto, la dinámica

**Gráfico III.4**  
Inversión y Stock de Capital  
(miles de millones de pesos a precios de 1993)



Fuente: Elaboración Propia en base a Ministerio de Economía



de los indicadores adelantados, como las importaciones de bienes de capital y la construcción, observada en los últimos meses permiten predecir esta tendencia.

Según estimaciones propias en base a los supuestos de depreciación del capital que utiliza el Ministerio de Economía, con un crecimiento de la Inversión Bruta proyectado para el año cercano al 30%, se estaría cerca de compensar la depreciación anual del stock de capital, por lo que éste se mantendría virtualmente constante durante 2003. La magnitud de este fenómeno es muy sensible a la estimación del stock de capital y de la metodología con la que se proyectan las tasas de depreciación de los distintos componentes de la Inversión Bruta Fija.

### Exportaciones Netas

Por su parte, si bien las exportaciones de bienes y servicios crecieron en el primer semestre de este año, el fuerte aumento de las importaciones determinó que las exportaciones netas contribuyeran negativamente al crecimiento del PIB, luego de haber sido el principal impulsor en los primeros meses de la recuperación. Además, se prevé que continúen con dicha tendencia en lo que queda de 2003 debido a que las exportaciones seguirían creciendo a un ritmo menor que las importaciones (ver Sección V).

Asimismo, se observó un aumento de la elasticidad importaciones-PIB, pasando la misma de 4,1 en el segundo semestre de 2002 a 6,4 en los primeros seis meses de este año. Si bien este proceso comenzó a evidenciarse a partir de la apreciación real del peso, actualmente es la recuperación del consumo la que explica el mayor crecimiento de las importaciones aún en un contexto de tipo de cambio real estable (ver Gráfico III.5).

### Consumo

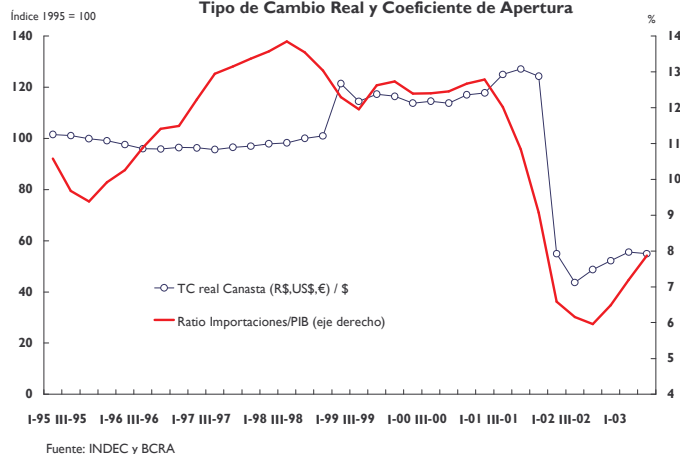
El consumo público se expandió en el primer semestre 5,1% i.a., impulsado principalmente por la recomposición salarial producto de la restitución del 13% a las remuneraciones de los empleados y jubilados y el mayor gasto en planes sociales. Sin embargo, para lo que resta del año no se esperan aumentos significativos del gasto público por lo que no tendría mayor impacto sobre el producto (ver Sección VI).

El consumo privado sería el que llevaría adelante el crecimiento durante este año, mostrando en el segundo trimestre un crecimiento acumulado del 6,2% s.e. respecto al último trimestre de 2002. Tal comportamiento contrastó con la evolución del consumo privado durante el año anterior que se situó como el componente menos dinámico del gasto, recuperándose recién en el último trimestre, es decir, dos trimestres más tarde que la actividad económica en su conjunto.

En vistas de la buena performance que están exhibiendo algunos indicadores adelantados tales como la recaudación de IVA, las importaciones de bienes de consumo, las ventas de supermercados y centros de compras y los índices de confianza del consumidor, se espera que los números oficiales confirmen la firme tendencia del consumo. (ver Gráfico III.6). Entre los factores que explican esta dinámica se encuentran la fuerte desaceleración de la tasa de inflación y la menor volatilidad del tipo de cambio. Asimismo, en

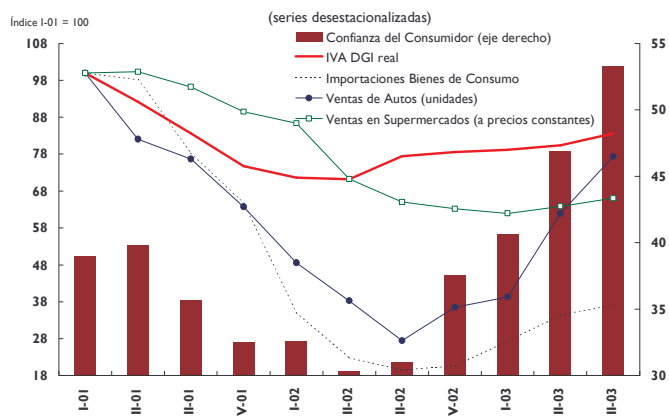
Gráfico III.5

Tipo de Cambio Real y Coeficiente de Apertura



Fuente: INDEC y BCRA

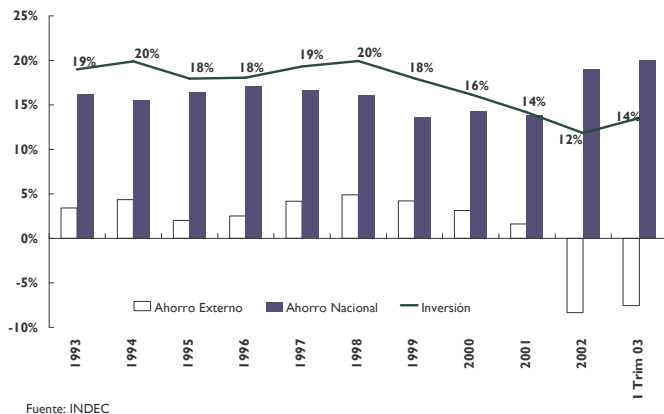
Gráfico III.6  
Indicadores de Consumo



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC, ADEFA y Universidad Torcuato Di Tella



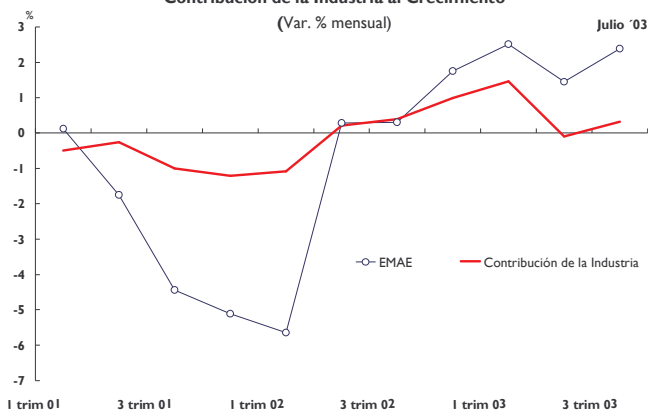
**Gráfico III.7**  
Ahorro e Inversión en % PIB



los últimos meses, producto de la recuperación en los niveles de empleo y los salarios nominales, comenzó a darse una recomposición de la masa salarial, incluso en términos reales (ver Sección IV). Por último la fuerte caída de las tasas reales de interés pasivas también podrían estar incentivando el consumo a través de una reducción del costo de oportunidad para las familias.

En la actualidad el consumo se está recuperando desde niveles muy deprimidos por lo que aún persiste una fuerte brecha positiva entre ahorro interno e inversión. Tal comportamiento, se diferencia significativamente del evidenciado durante la década del '90 en que el aumento del consumo (privado y público) se financió en gran medida con ahorro externo, generando continuos déficits en la cuenta corriente del balance de pagos, que se transformaron en una fuerte acumulación de deudas públicas y privadas con el resto del mundo (ver Gráfico III.7). Con estas premisas, en la medida en que continúe la desaceleración del saldo negativo de la cuenta capital del Balance de Pagos, y se mantenga el equilibrio de las cuentas públicas, es sostenible un crecimiento impulsado por el consumo privado. No obstante ello, el crecimiento de la inversión y las exportaciones serán determinantes para ampliar el potencial económico de la Argentina a largo plazo.

**Gráfico III.8**  
Contribución de la Industria al Crecimiento  
(Var. % mensual)



### III.3. Comportamiento de la Oferta

Desde el punto de vista de la oferta, el aumento del PIB estuvo impulsado principalmente por los sectores productores de bienes. El cambio en los precios relativos generados por la devaluación contribuyó a incrementar la participación de los bienes en el producto en detrimento de los servicios, potenciando la contribución de los bienes al crecimiento económico. En efecto, mientras en el primer trimestre de 2001 los bienes y servicios representaban 30% y 70% del PIB, en el primer trimestre de 2003 la participación alcanza 44% y 56% en uno y otro caso.

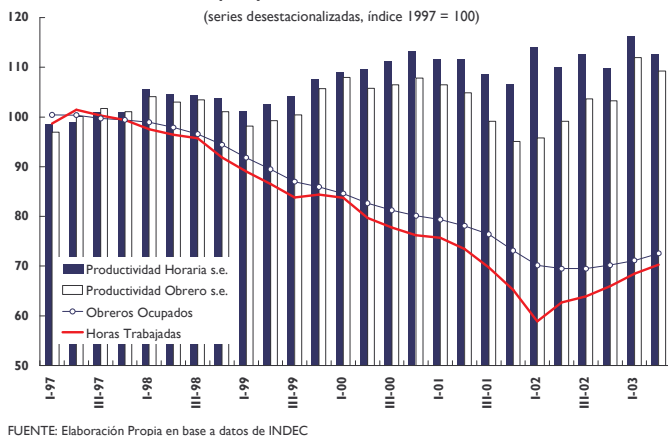
En particular, los sectores más dinámicos fueron la Industria manufacturera, la Construcción y el Turismo, mientras que la principal caída se observó en el sector de Intermediación Financiera.

### Industria

La industria manufacturera, que representa 18,3% del PIB, fue hasta el primer trimestre de 2003 el sector de mayor crecimiento de la economía desde la liberación del tipo de cambio. Sin embargo, en el segundo trimestre presentó una leve caída, que según el Estimador Mensual Industrial (EMI) alcanzó al 0,5% s.e.. No obstante ello, el crecimiento observado en los primeros meses del tercer trimestre estaría más que compensando dicha caída. (ver Gráfico III. 8).

La expansión de la industria se sustentó en parte en la mayor utilización del exceso de capacidad instalada. En este sentido, según las cifras de la encuesta cualitativa de FIEL la utilización de la capacidad instalada alcanza hoy a 67% frente al 62% observado en julio de 2002, aunque todavía se encuentra 7,6 p.p. por debajo del promedio observado durante 1998. No obstante ello, el comportamiento agregado puede estar escondiendo dinámicas sectoriales diversas, con algunos sectores operando cerca del tope de la capacidad, como la industria siderúrgica y la petroquímica y

**Gráfico III.9**  
Empleo y Productividad en la Industria  
(series desestacionalizadas, índice 1997 = 100)





otros como la industria automotriz, con amplio margen para expandir su producción.

En lo que respecta a la evolución de los inventarios, los resultados de la encuesta cualitativa de FIEL muestran una importante reducción respecto a los niveles de 2002. De todos modos, luego de los mínimos alcanzados en el primer trimestre del corriente año, se observa una mayor acumulación en relación a los niveles deseados.

Adicionalmente, se observa en términos agregados un fuerte incremento en la productividad media del trabajo tanto en lo que respecta a obreros ocupados como a horas trabajadas (ver Gráfico III.9). En efecto, el aumento en la producción se dio inicialmente utilizando el factor trabajo ocioso producto de la crisis y recién en el cuarto trimestre de 2002 comenzó a observarse una recuperación en los niveles de empleo que no evitó que continúen los aumentos de productividad. Estos recién se frenaron en el segundo trimestre de 2003 en vistas de la desaceleración del crecimiento de la industria. Sin embargo, con relación al comportamiento sectorial surgen importantes divergencias, sobre todo teniendo en cuenta que algunos de los sectores impulsados por el cambio en los precios relativos han sido precisamente los más intensivos en el uso del trabajo.

En lo que respecta a la dinámica sectorial dentro de la industria (ver Gráfico III.10), todos los sectores registraron tasas de crecimiento positivas en relación a los mínimos alcanzados en el primer trimestre de 2002, aunque se pueden identificar tres grupos de sectores que impulsaron el crecimiento hasta el primer trimestre del año actual: el vinculado a la sustitución de importaciones, el productor de insumos asociados a la construcción y el de manufacturas de origen agropecuario y sus insumos.

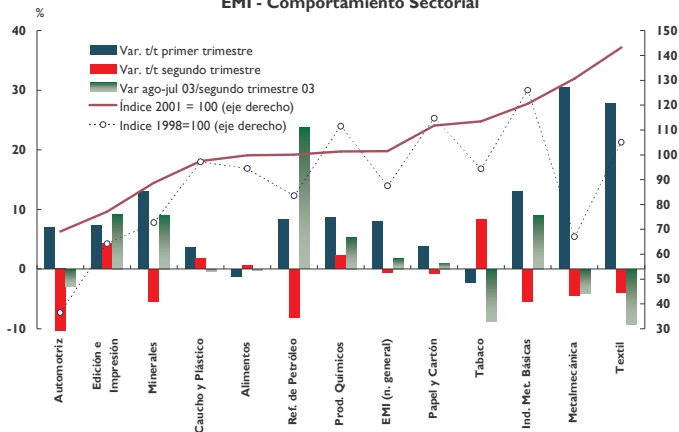
En primer lugar, el proceso de sustitución de importaciones fue encabezado por la industria textil y la industria metalmeccánica excluido el sector automotriz, ubicándose ambas por encima de los niveles alcanzados durante 2001. Estos sectores habían sido fuertemente relegados durante la Convertibilidad y se vieron ampliamente favorecidos a partir de la nueva estructura de precios relativos.

En segundo lugar, cabe mencionar la significativa recuperación que mostraron los insumos utilizados en la construcción tales como vidrio, cemento y otros materiales, luego de la virtual parálisis observada durante 2002.

En tercer lugar, el crecimiento de la producción de manufacturas de alimentos estuvo fuertemente concentrado en la elaboración de aceites y subproductos. En contraste, la producción láctea y de carnes mostraron caídas significativas respecto al año anterior. Tal comportamiento se explicó por el desplazamiento que sufrieron las actividades láctea y ganadera por otras que presentaban mayor rentabilidad, como por ejemplo la soja. En relación al sector agropecuario, se destacó el crecimiento de industrias conexas al agro tales como la producción de agroquímicos y la fabricación de sembradoras y cosechadoras.

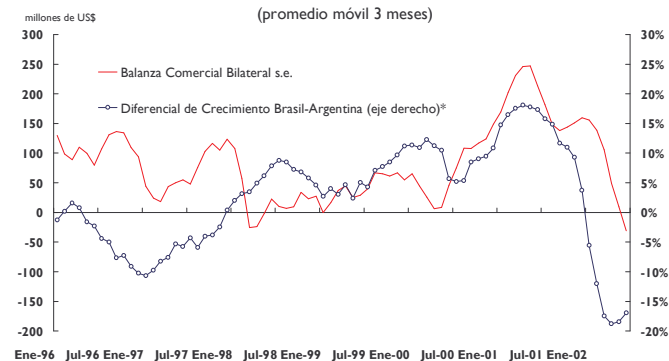
Por último, la industria automotriz que exhibía uno de los peores desempeños sectoriales, comenzó a mostrar en los últimos meses una recomposición paulatina de los niveles de ventas. Este

**Gráfico III.10**  
**EMI - Comportamiento Sectorial**



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

**Gráfico III.11**  
**Diferencial de Crecimiento Industrial y Balanza Comercial con Brasil**  
(promedio móvil 3 meses)



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



dinamismo de las ventas se trasladó lentamente a la producción, aunque parte se canalizó a través de importaciones de vehículos provenientes desde Brasil.

La amortiguación en el crecimiento en el segundo trimestre de 2003 se explica principalmente por la desaceleración de los sectores vinculados al proceso de sustitución de importaciones, los productores de sustancias químicas y conexos y las industrias metálicas básicas.

Esta desaceleración se debió en parte a que los sectores asociados al proceso de sustitución de importaciones comenzaron a sentir la presión importadora de productos de origen brasileño, como consecuencia fundamentalmente de la recesión del país vecino. (ver Gráfico III.11). Entre ellos se puede destacar a sectores como la industria textil y la industria metalmecánica (excluida el sector automotriz). Asimismo, la elaboración de productos químicos básicos y de materias primas plásticas también sufrió una contracción de las ventas como consecuencia, en gran medida, de la colocación de los excedentes que generó la economía brasileña en el segundo trimestre del año. Finalmente, el bloque productor de industrias metálicas (acero y aluminio) mostró una caída en el segundo trimestre de 2003 luego de haber experimentado una importante expansión en el primer trimestre.

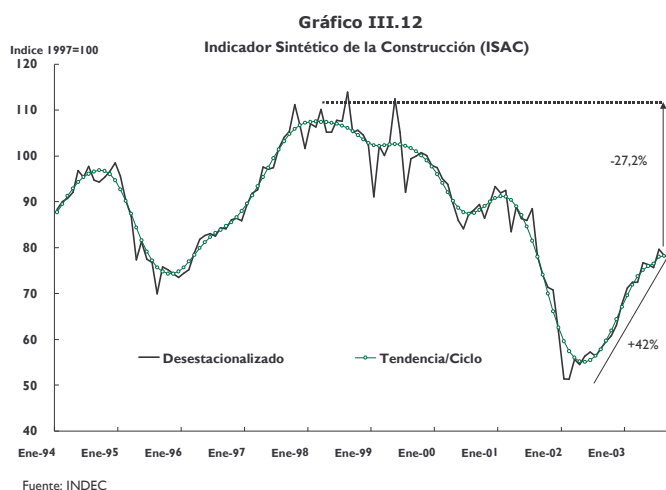
Para lo que resta del año se espera un desempeño favorable, impulsado principalmente por el mercado doméstico, aún cuando se espera que continúe la tenue reversión en el proceso de sustitución de importaciones. Cabe destacar que, a partir de la mejora en los indicadores financieros y la posterior flexibilización de la política monetaria que se registró en Brasil durante el segundo trimestre de 2003, podría esperarse una recuperación de dicha economía hacia el cuarto trimestre de este año. En consecuencia, para fines de este año y comienzos del próximo, se espera que se atenúe el impacto negativo de la recesión en Brasil sobre la industria local.

### Construcción

En otro plano, la construcción, que representa 5,7% del PIB, resultó ser uno de los sectores más dinámicos. Según el Indicador Sintético de la Construcción (ISAC), el sector se ubicó en el semestre en 35% por encima del nivel alcanzado en igual período del año anterior aunque aún se encuentra 16% por debajo del año 2001 y 27,2% por debajo de los máximos de la serie alcanzados en 1998. (ver Gráfico III. 12).

En particular, el principal destino que explicó la recuperación del sector en el último año fue la construcción de edificios, aunque también se registraron aumentos en las demandas de insumos con destino a construcciones petroleras, obras viales y otras obras de infraestructura.

En un contexto de escasez de crédito, entre los factores que explicarían el aumento de la construcción a partir del segundo semestre de 2002 se destaca el importante aumento del precio de los inmuebles en pesos, junto a un crecimiento mucho más lento del costo de la construcción. Este fenómeno se dio (y continúa hasta estos días) debido a que los inmuebles fueron uno de los pocos activos de reserva que eran percibidos como seguros durante la crisis. A la fecha, mientras los inmuebles tienen un valor entre 2 y





2,5 veces su valor en pesos a fines de 2001, los alquileres prácticamente no aumentaron en el mismo período, anclados por la evolución de los salarios, y el costo de la construcción se incrementó en algo menos de 50%. Si bien a mediano plazo es de esperar que la relación alquiler/inmuebles vuelva a valores históricos (posiblemente con ajustes de ambas partes), la relación actual de precios explica una parte importante del impulso del sector.

Por su parte, a fines de 2002, comenzaron a registrarse incrementos en los despachos de insumos destinados a las obras viales y a la construcción de edificios privados con otros destinos que no sean viviendas, comportamiento que se sostuvo en el transcurso de 2003. De igual modo, durante el primer semestre de 2003 se observó una mayor actividad generada a partir de la construcción de otras obras de infraestructura.

Para lo que resta del año, se espera que continúe el crecimiento de la construcción. En este sentido, la incipiente recuperación del crédito que comenzó a registrarse durante el mes de agosto le daría un empuje adicional al de los anuncios respecto al inicio de las obras de infraestructura pública.

### Agricultura

**Cuadro III.2**  
**Producción de Cereales y Oleaginosas**

	2002-03		2001-02		Var % 2002-03 / 2001-02	Dif. 2002-03 / 2001-02
	miles tns	Estructura %	miles tns	Estructura %		
<b>Cereales</b>	<b>31.899</b>	<b>45,1%</b>	<b>34.866</b>	<b>50,5%</b>	<b>-8,5%</b>	<b>-2.967</b>
Maiz	15.000	47,0%	14.710	42,2%	2,0%	290
Trigo	12.300	38,6%	15.300	43,9%	-19,6%	-3.000
Sorgo granifero	2.750	8,6%	2.847	8,2%	-3,4%	-97
Arroz	656	2,1%	709	2,0%	-7,5%	-53
Cebada cervecera	568	1,8%	521	1,5%	9,0%	47
Avena	500	1,6%	645	1,8%	-22,5%	-145
Centeno	80	0,3%	81	0,2%	-1,2%	-1
Otros	45	0,1%	53	0,2%	-15,1%	-8
Mijo	22	0,1%	28	0,1%	-21,4%	-6
Alpiste	18	0,1%	17	0,0%	5,9%	1
Cebada forrajera	5	0,0%	8	0,0%	-37,5%	-3
<b>Oleaginosas</b>	<b>38.901</b>	<b>54,9%</b>	<b>34.121</b>	<b>49,5%</b>	<b>14,0%</b>	<b>4.780</b>
Soja	35.000	90,0%	30.000	87,9%	16,7%	5.000
Girasol	3.700	9,5%	3.843	11,3%	-3,7%	-143
Mani	156	0,4%	222	0,7%	-29,7%	-66
Otros	31	0,1%	36	0,1%	-14,6%	-5
Lino	14	0,0%	20	0,1%	-30,0%	-6
<b>Total</b>	<b>70.800</b>	<b>100%</b>	<b>68.987</b>	<b>-</b>	<b>2,6%</b>	<b>1.813</b>

Fuente: SAGPyA

El sector agropecuario, que representa 5% del PIB, también viene mostrando un importante dinamismo impulsado principalmente por el sector agrícola. Según estimaciones de la Secretaría de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos (SAGPyA) la producción de cereales y oleaginosas en la campaña 2002/03 podría alcanzar el récord de cosecha de 70,8 millones de toneladas. La producción de soja es la que explica este comportamiento, incluso cuando se dio en detrimento de otros cultivos que continuaron perdiendo importancia.

La superficie sembrada del complejo oleaginoso se incrementó 9,2% respecto a la campaña agrícola anterior. Tal comportamiento estuvo fuertemente explicado por el incremento del área sembrada de soja, en primer lugar, y de girasol, en segundo lugar.

En la actualidad, la soja alcanza el 50% de la superficie cultivada, mostrando un crecimiento que en muchos casos se produjo en detrimento de otros cultivos o actividades, como la lechería o la ganadería. En consecuencia, si bien la soja aporta una fuente de divisas significativa para la economía, las restricciones de oferta en sectores alternativos pueden generar a futuro aumentos de precios de algunos alimentos que componen la Canasta Básica Alimentaria.

Según proyecciones del Departamento de Agricultura de los Estados Unidos (USDA), la cosecha argentina de soja alcanzaría 37 millones de toneladas para el ciclo 2003/2004, ubicándose por encima del récord de 35 millones alcanzado en el 2002/2003.

Si bien el girasol también mostró un incremento del área sembrada, se registraron caídas en los rendimientos para la cosecha 2002/03 como consecuencia de los serios problemas climáticos que afectaron a varias regiones del país, especialmente al norte de la Provincia de Santa Fe.



En contrapartida, la producción del complejo cerealero se reduciría 8,5% en el año. Como se aprecia en el Cuadro III.2, la caída en la producción fue en gran parte explicada por la fuerte disminución del trigo que presentó una baja de 19,6% i.a. Por su parte, la producción de maíz se incrementó 2% i.a., mientras que en el resto de los productos se registraron comportamientos disímiles.

La mayor cosecha junto con el aumento de los precios internacionales de los *commodities* exportados y el encarecimiento relativo de los cereales y oleaginosas en el mercado doméstico luego de la devaluación, tuvieron como consecuencia importantes incrementos de los saldos exportables. En efecto, en el primer semestre de 2003 la exportación de productos primarios se incrementó 16% respecto a igual período del año anterior, explicado 60% por la evolución de los precios y 40% por las cantidades (ver Sección V).

### Servicios

En el segundo trimestre del año, los sectores productores de servicios crecieron 3,0% i.a. mostrando un menor ritmo de recuperación respecto al de los sectores productores de bienes pero superior al registrado en los trimestres anteriores. Tal comportamiento se debió a la recuperación del mercado interno que permitió alcanzar un reacomodamiento de los precios relativos (ver Sección VIII).

Como se aprecia en el Cuadro III.3, entre los servicios que impulsaron el crecimiento del primer semestre del año se destacan, el comercio mayorista y minorista (8,9% i.a.) y hoteles y restaurantes (7,1% i.a.) impulsados por inicialmente por el turismo y luego por el mayor dinamismo de la actividad económica.

En un segundo plano, se ubicaron las actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler (2,3% i.a.), enseñanza, servicios sociales y de salud (2,2%) y otras actividades de servicios (0,1%).

En contraste, la intermediación financiera se erigió como el único sector que presentó una importante caída debido a la reducción en los volúmenes transados en el sector bancario. No obstante ello, a partir del segundo trimestre de 2003, estaría empezando a mostrar una variación positiva gracias al impulso del crecimiento de los depósitos primero y al leve repunte de los créditos más adelante.

Como se aprecia en el Cuadro III.3 todos los sectores se ubicaron durante el primer semestre de 2003 por debajo de los niveles alcanzados durante 2001 y 1998 a excepción del sector de enseñanza y servicios sociales y de salud. Los servicios que mayores caídas han registrado respecto al nivel de 1998 fueron intermediación financiera y comercio y hoteles y restaurantes.

Cuadro III.3

#### PIB: Sectores productores de servicios

a precios de 1993	Var % anual			índice 2001=100	índice 1998=100
	I Trim-03	II Trim-03	I Sem-03	I sem 03	I sem 03
Comercio mayorista y minorista y reparaciones	7,3%	10,2%	8,9%	82,8	72,2
Hoteles y restaurantes	11,1%	2,8%	7,1%	91,5	85,9
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	2,9%	6,7%	4,9%	93,8	92,6
Intermediación financiera	-15,5%	-12,8%	-14,2%	65,9	69,1
Actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler	2,2%	2,3%	2,3%	93,8	93,3
Administración pública, defensa y organizaciones extraterritoriales	0,2%	1,7%	1,0%	98,8	99,9
Enseñanza, servicios sociales y de salud	1,5%	2,7%	2,2%	101,5	110,8
Otras actividades de servicios comunitarias, sociales, personales y servicio doméstico	-1,3%	1,4%	0,1%	89,1	90,8
<b>Sectores Productores de Servicios</b>	<b>1,4%</b>	<b>3,0%</b>	<b>2,2%</b>	<b>89,6</b>	<b>88,0</b>

Fuente: INDEC



## IV. EMPLEO Y SALARIOS

### IV.1. Síntesis

El desempleo se redujo durante el último año gracias al crecimiento de la economía y a una elasticidad empleo-producto cercana a 1, muy superior a la prevaleciente durante los últimos años. En efecto, en un año se generaron en la economía más de 700 mil puestos de trabajo genuinos, por lo que es necesario remontarse al año 1997 (cuando la economía crecía a tasas del 8% anual) para encontrar un crecimiento de similar magnitud.

Asimismo, la actual brecha existente entre la tasa de desempleo observada y la friccional permitió que el aumento en el empleo se produzca casi sin presiones salariales, en un contexto en el que los ingresos reales de los trabajadores fueron significativamente erosionados por el aumento en los precios durante 2002. De hecho, sólo los salarios formales mostraron incrementos moderados, impulsados en la mayoría de los casos por decisiones gubernamentales como la restitución del 13% a los empleados públicos y el incremento de \$200 a los empleados privados. Recién en el mes de agosto, se observó una incipiente recuperación de los salarios informales, lo cual podría estar indicando cierta escasez de mano de obra especializada en algunos sectores de la economía.

De todos modos, producto del elevado desempleo, los aumentos en la productividad registrados desde la salida de la Convertibilidad y la brusca caída en los costos laborales unitarios en los sectores productores de bienes, hacen factible una recomposición del salario nominal en estos sectores sin generar presiones sobre el resto de los precios de la economía.

**Cuadro IV.1**

EPH - Principales Indicadores de los Aglomerados Urbanos

en miles de personas y en %	Mayo-01	Oct-01	Mayo-02	Oct-02	Mayo-03	Diferencia May '03 - Oct '02	Diferencia May '03 - May '02
<b>Población Urbana</b>	<b>33.258</b>	<b>33.712</b>	<b>34.024</b>	<b>34.223</b>	<b>34.393</b>	<b>170</b>	<b>369</b>
<b>PEA</b>	<b>13.909</b>	<b>13.931</b>	<b>13.933</b>	<b>14.336</b>	<b>14.393</b>	<b>57</b>	<b>460</b>
Tasa de actividad	42,8%	42,2%	41,8%	42,9%	42,8%	-0,1	1,0
<b>Ocupados</b>	<b>11.669</b>	<b>11.421</b>	<b>10.968</b>	<b>11.827</b>	<b>12.191</b>	<b>364</b>	<b>1.223</b>
Tasa de empleo	35,8%	34,5%	32,8%	35,3%	36,2%	0,9	3,4
<b>Ocupados corregido*</b>	<b>11.466</b>	<b>11.214</b>	<b>10.700</b>	<b>11.029</b>	<b>11.406</b>	<b>377</b>	<b>706</b>
Tasa de empleo corregida	35,2%	33,9%	32,0%	33,0%	33,9%	1,0	1,9
<b>Desocupados</b>	<b>2.240</b>	<b>2.510</b>	<b>2.965</b>	<b>2.509</b>	<b>2.202</b>	<b>-307</b>	<b>-763</b>
Tasa de desocupación	16,4%	18,3%	21,5%	17,8%	15,6%	-2,2	-5,9
<b>Desocupados corregidos*</b>	<b>2.443</b>	<b>2.717</b>	<b>3.233</b>	<b>3.307</b>	<b>2.987</b>	<b>-320</b>	<b>-246</b>
Tasa de desocupación corregida	17,9%	19,8%	23,4%	23,6%	21,4%	-2,2	-2,0

\* Corregido por planes de empleo  
Fuente: INDEC y Ministerio de Economía en base a EPH

En lo que resta de 2003 el desempleo continuaría cayendo a la par del crecimiento de la economía. Así, para la onda de octubre de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) elaborada por el INDEC se espera una tasa de desempleo menor al 15%, suponiendo una leve reducción en la Tasa de Actividad fundada en factores estacionales, un crecimiento del empleo consistente con la elasticidad observada en la última medición y una incidencia similar de los planes de empleo.

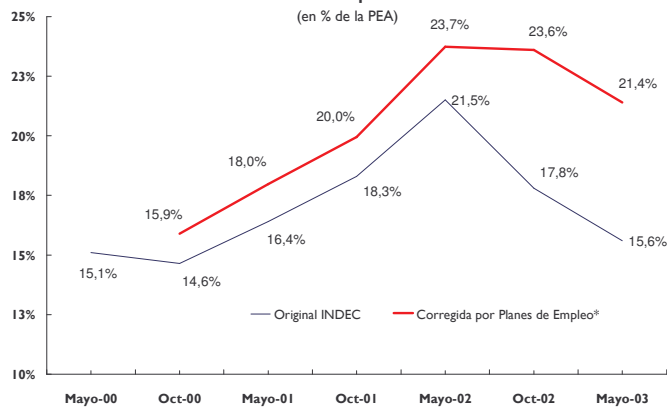
### IV.2. Empleo

Según las cifras de la EPH en mayo de 2003, la tasa de desempleo para el total de aglomerados urbanos alcanzó al 15,6%, 5,6 puntos porcentuales (p.p.) inferior a los máximos alcanzados un año atrás (ver Cuadro IV.1). De todos modos, este nivel se encuentra 9,7 p.p. por encima de los registrados durante la década del '80 cuando la economía generaba empleo a expensas de una caída en la productividad, 7 p.p. por encima de los primeros años de la Convertibilidad (previos al efecto Tequila), período caracterizado por un fuerte crecimiento de la economía conjuntamente con una reducida creación de empleo y 3,8 p.p. por sobre los niveles promedio de los '90s.

Esta baja significativa del desempleo se explica por el incremento de las personas ocupadas dado que la tasa de actividad se incrementó sólo en 1 p.p.. Según las proyecciones del Ministerio de



Gráfico IV.1

Desempleo  
(en % de la PEA)

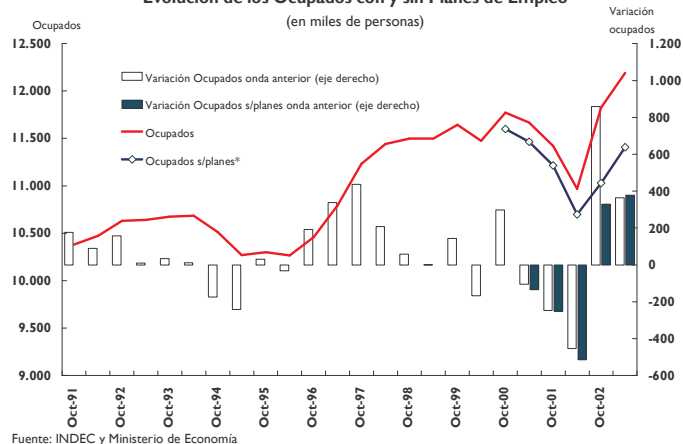
\* No se consideran como empleados las personas que tienen como ocupación principal un plan de empleo  
Fuente: INDEC

Economía, que extrapola al total urbano los resultados de la EPH, en un año se generaron 1,2 millones de puestos de trabajo (11,2% i.a.), los cuales más que triplicaron el crecimiento de la Población Económicamente Activa (PEA) de 3,3% i.a.. La contrapartida es un aumento importante en la tasa de empleo que alcanzó a 36,2%, 3,4 p.p. por encima de la observada en mayo de 2002 y se encuentra hoy en niveles similares a los registrados en promedio durante la década del 90.

Como se observa en el Gráfico IV.1, sólo una parte de la reducción en la tasa de desempleo está explicada por la incidencia de los planes Jefas y Jefes de Hogar. Según el INDEC, el incremento del empleo genuino (excluyendo de la medición a los ocupados que se identifican como perceptores de un subsidio laboral como ocupación principal) alcanza a 706.000 mil (58% del total), por lo que la tasa de desempleo corregida para los 31 aglomerados urbanos alcanzaría 21,4%, 2,3 p.p. por debajo de la tasa corregida observada un año atrás.

Si bien actualmente la nómina de beneficiarios del plan Jefas y Jefes de Hogar<sup>5</sup> alcanza a 2,3 millones, 730 mil más que en mayo de un año atrás cuando el plan tenía sólo cuatro meses de vigencia, no necesariamente la totalidad de los planes incide en los niveles de ocupación. Esto es así porque los planes no tienen contraprestación obligatoria y en última instancia, el impacto sobre los indicadores laborales depende de la situación personal del beneficiario y de cómo se identifique ante el encuestador. En efecto, la EPH considera cómo PEA a aquellos que respondieron la encuesta como que trabajaron al menos una hora en la semana de referencia y/o buscaron activamente trabajo. De este modo, un receptor de un plan puede ser identificado como inactivo (si no trabajó ni buscó trabajo), o activo (si trabajó, en cuyo caso es considerado como ocupado; o buscó trabajo, en cuyo caso es considerado como desocupado). Al mismo tiempo, la corrección no considera el impacto de los planes sobre la PEA, ya que no se puede precisar en que medida los receptores del beneficio que son inactivos formarían parte de la población activa si el subsidio no existiera. En otras palabras, no se sabe cuántos, entre quienes reciben el subsidio y no buscan activamente trabajo, sí lo harían en caso de que éste se eliminara.

Gráfico IV.2

Evolución de los Ocupados con y sin Planes de Empleo  
(en miles de personas)

Fuente: INDEC y Ministerio de Economía

Por su parte, de los datos desagregados de la EPH surge un cambio en la estructura ocupacional de los nuevos ocupados a favor de las modalidades “patrón” y “cuenta propia” y en detrimento de los “asalariados”, dando cuenta de la importancia de pequeños proyectos en la generación de empleo post crisis. En particular, en un año el empleo generado en ambas categorías ocupacionales se incrementó 9,2%, mientras que el empleo asalariado (sin incluir el originado en los planes de empleo) se incrementó sólo 3%.

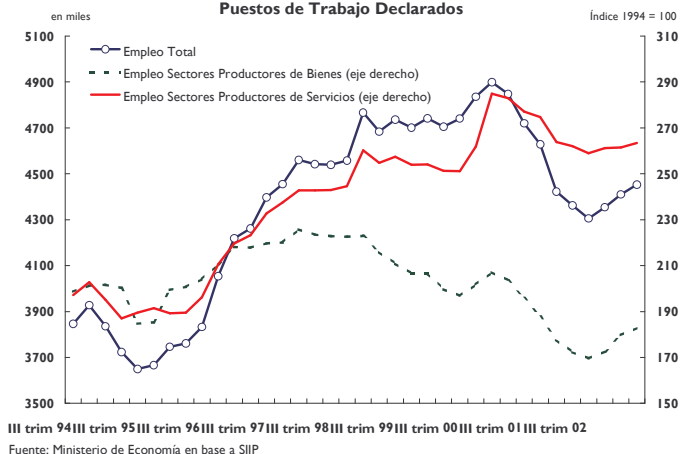
Asimismo, según surge de la encuesta, el empleo informal (sin aportes jubilatorios) que alcanza al 41% del empleo asalariado total, es el que explica prácticamente la totalidad del crecimiento del empleo asalariado. Sin embargo, de acuerdo con el Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones (SIJP), el empleo formal mostró un aumento de 106 mil puestos de trabajo respecto a un año atrás, 2,4% de crecimiento i.a.. En particular de los datos del SIJP surge que el aumento en el empleo fue generado en un 70% por los

5 El número de beneficiarios incluye otros programas nacionales.



Gráfico IV.3

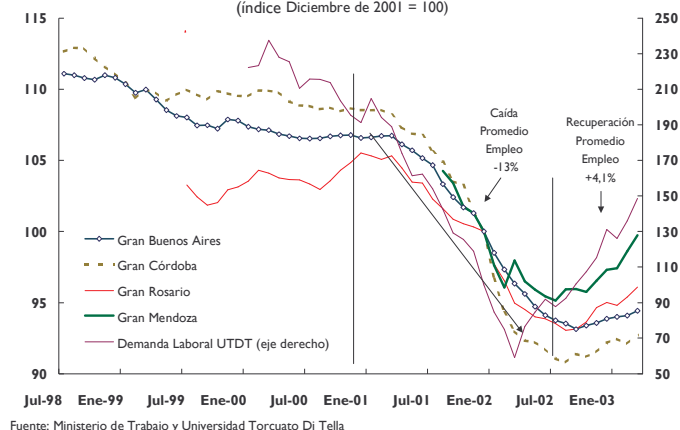
## Puestos de Trabajo Declarados



sectores productores de bienes (con un aumento del 6% i.a.), impulsados principalmente por la industria y la construcción. Por su parte el aumento del empleo en los sectores productores de servicios alcanzó al 1% i.a., explicado en su mayor parte por el turismo y las actividades inmobiliarias y a pesar de la brusca contracción observada en el sector de intermediación financiera. (ver Gráfico IV.3).

En línea con los niveles elevados de demanda laboral, la generación de empleo no se habría detenido en mayo. Según la encuesta de empleo relevada por el Ministerio de Trabajo en los cuatro principales aglomerados del interior, el empleo creció desde entonces a un ritmo promedio<sup>6</sup> del 0,5% mensual. (ver Gráfico IV.4).

Gráfico IV.4

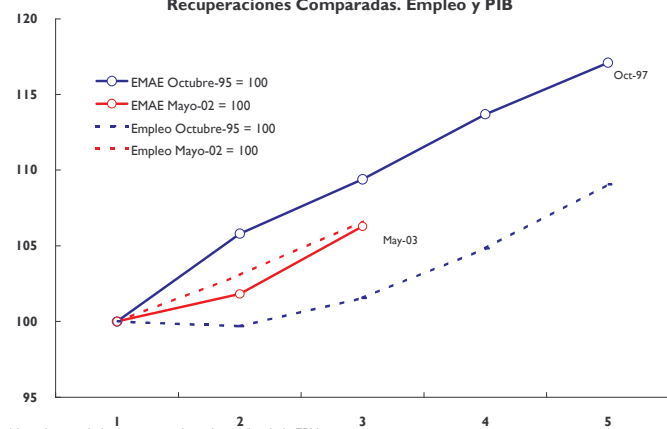
Empleo y Demanda Laboral  
(índice Diciembre de 2001 = 100)

Una característica importante de la actual recuperación de la actividad es entonces el fuerte incremento en la elasticidad empleo-producto de la economía. En efecto, si se consideran únicamente los puestos de trabajo creados genuinamente en el último año, la elasticidad empleo producto alcanzó a 1,05, dado que el empleo y el producto crecieron prácticamente a la misma tasa (ocupados 6,6% y EMAE 6,3%). Respecto a la medición de octubre de 2002, la totalidad de los 377 mil nuevos puestos de trabajo fueron generados por la economía debido a que los planes de empleo que surgen de la EPH mostraron una leve caída en dicho período. En consecuencia, la elasticidad empleo-producto para este período resultó algo menor (0,78) dado el incremento del PIB (4,4%), superior al crecimiento de las personas empleadas de 3,4%.

En el Gráfico IV.5, se muestra comparativamente la evolución del empleo y el producto en la salida de la crisis del Tequila respecto a la recuperación iniciada en mayo de 2002. De ambas se desprende que, en el inicio, el proceso actual muestra una elasticidad empleo-producto más alta que la observada en el período anterior, que se derivaría de una caída del costo relativo trabajo-capital registrada en el último año y medio producto del cambio en los precios relativos generado por la salida de la Convertibilidad. Esta dinámica se explica en parte por las características sectoriales de la recuperación, al estar liderada por aquellos sectores más intensivos en el uso del factor trabajo. De este modo, si bien es prematuro sacar conclusiones definitivas sobre el actual proceso, el comportamiento observado contrasta con las opiniones que indican que la tasa de desempleo se reduciría muy lentamente en función de que la tecnología de las funciones de producción ya están dadas y son bastante rígidas a los cambios en el corto y mediano plazo.

Gráfico IV.5

## Recuperaciones Comparadas. Empleo y PIB



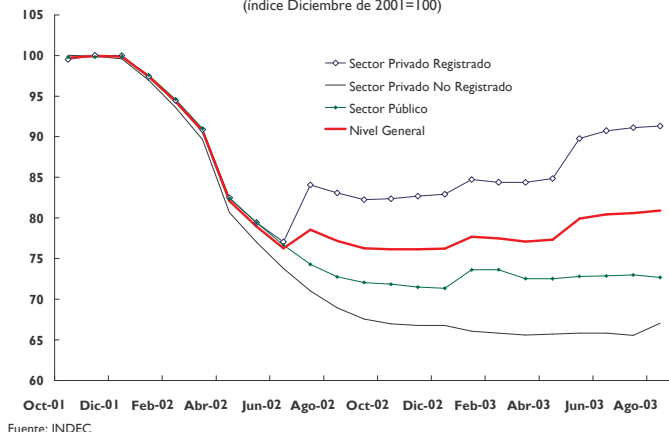
Otro punto a tener en cuenta es la calificación de los 2,2 millones de desocupados. En particular, los datos para el Gran Buenos Aires (36% de la población urbana total) muestran una elevada calificación de la fuerza de trabajo potencial. En efecto, casi el 50% de los desocupados posee estudios secundarios completos y aproximadamente el 6% tiene título universitario. En contrapartida sólo 6,4% de los desocupados no alcanzó a finalizar la educación primaria. Si bien estas cifras no tienen en cuenta las distorsiones por la incidencia de los planes para Jefas y Jefes de Hogar, se podría concluir que la calificación de los desempleados es elevada, aunque hay que tener en cuenta que la calificación medida en base al grado de escolarización no brinda toda la información respecto a la

6 Promedio ponderado por población



Gráfico IV.6

**Evolución del Salario Real**  
(índice Diciembre de 2001=100)



capacitación de la mano de obra en función de los requerimientos de la economía.

De todas maneras, la persistencia de las elevadas tasas de desempleo durante la última década sumada a los fuertes cambios en la estructura productiva alcanzados durante los 90's, permiten inferir que la tasa natural de desempleo es mayor que la observada durante los 80's, aunque todavía está bastante lejos de la actual.

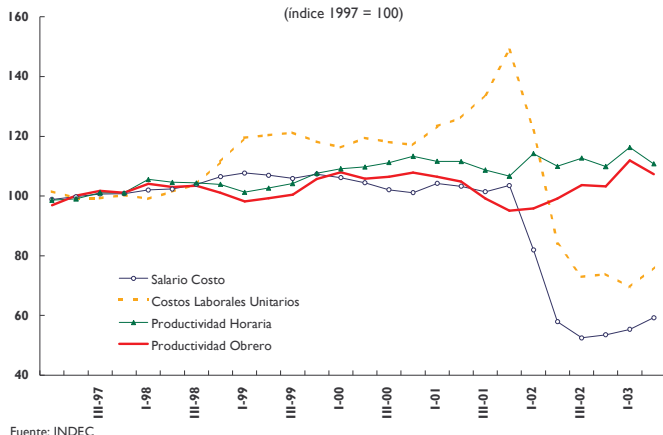
### IV.3. Salarios

La brecha existente entre la tasa de desempleo observada y la friccional permitió que el aumento en el empleo se produzca casi sin presiones salariales en un contexto en el que los ingresos reales de los trabajadores se encuentran altamente erosionados por la inflación. En particular, según los datos del INDEC, desde diciembre de 2001 el salario promedio nominal de la economía se incrementó 17,5%, por lo que en términos reales la caída alcanza al 19%. Asimismo, la recomposición salarial se produjo casi exclusivamente en el sector formal privado y en los salarios públicos, mientras que los ingresos que perciben los asalariados informales se redujeron un 2% nominal, acentuando aún más la divergencia existente. Actualmente según el INDEC mientras el salario formal de bolsillo promedio de la economía (incluyendo el sector público) se ubica por encima de \$800, el salario promedio informal no alcanza los \$300.

El aumento en los salarios privados formales se explica principalmente por la decisión política implementada por el Ministerio de Trabajo que estableció un aumento de \$200 en los sueldos del sector privado, inicialmente no remunerativo y en tres etapas (\$100 en julio de 2002 y \$50 en enero y \$50 en marzo de 2003). Según surge del Gráfico IV.6, los aumentos en la serie prácticamente coinciden con los incrementos normativos. Por su parte las medidas salariales incluidas en el último paquete de estímulo al consumo tuvieron un efecto moderado sobre los salarios formales de la economía, aunque evitaron la caída que se hubiera producido sobre el salario de bolsillo de haberse restituido los aportes a las AFJP's. Asimismo, el aumento en los salarios públicos se explica casi exclusivamente por la restitución, a partir de enero de 2003, del recorte del 13% que se había realizado sobre los salarios de estatales a mediados de 2001.

Gráfico IV.7

**Costos Laborales y Productividad**  
(índice 1997 = 100)



Recién en el mes de agosto de este año se observó un incipiente reacomodamiento en los salarios informales. Esto podría estar indicando la existencia de algunas presiones salariales, impulsadas además por la incidencia de los planes de empleo sobre el salario de reserva. Esta dinámica podría explicarse por las características sectoriales en las que está basada la recuperación, principalmente sectores intensivos en el uso de la mano de obra como algunas industrias y la construcción, en donde estas modalidades de contratación están ampliamente difundidas y que podrían estar sufriendo alguna escasez para conseguir mano de obra especializada.

Finalmente, dada la dinámica de los precios relativos luego de la devaluación, la caída en los ingresos reales es significativamente mayor cuando se consideran los precios mayoristas como deflactor. Consideramos que ésta es un mejor indicador de la evolución de los costos salariales para los sectores productores de transables, donde



el traslado a precios fue significativamente mayor al promedio de la economía.

De todos modos existe una gran heterogeneidad entre los distintos sectores, oculta detrás del promedio. Según se observa en el Gráfico IV.7, la evolución de los costos laborales en la industria muestra una importante caída luego de la devaluación que alcanza un máximo del 50% en el segundo trimestre de 2002. Desde entonces se observa una recuperación del 12,9%, producto del aumento de los salarios industriales dado que desde entonces los precios mayoristas se mantuvieron prácticamente constantes. De todos modos, medidos por unidad de producto, los costos laborales unitarios, que muestran una caída mayor luego de la devaluación, se mantuvieron en niveles similares a los del segundo trimestre de 2002.

Esta caída en los costos salariales se produce a pesar del incremento observado en la productividad media que medida tanto en términos de obreros ocupados como de horas trabajadas, más que supera a los niveles observados durante 1998. De todos modos en el segundo trimestre de este año se observa una incipiente reversión de esta dinámica que no se convalidaría en el segundo semestre.

Finalmente, la dinámica descripta de la productividad y de los costos laborales unitarios, revela el fuerte aumento en los márgenes de los sectores productores de bienes transables, por lo que una recomposición del salario nominal en estos sectores, podría darse sin generar presiones sobre el resto de los precios de la economía, aún en un contexto de crecimiento sin mayores aumentos en la productividad.

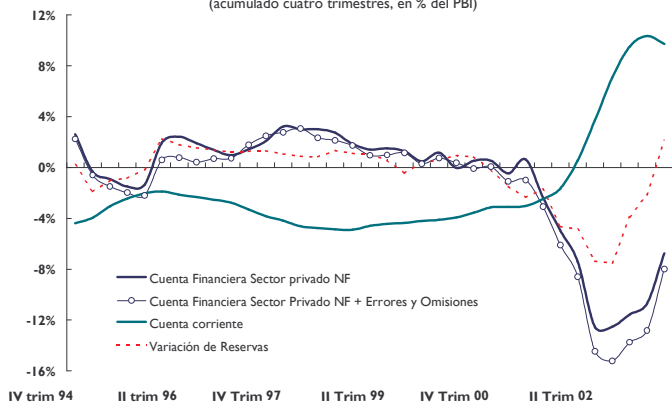


## V. SECTOR EXTERNO

Gráfico V.1

### Balance de Pagos

(acumulado cuatro trimestres, en % del PIB)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

### V.1. Síntesis

A pesar del mayor dinamismo que exhibe la economía en lo que va del año, la balanza de pagos continuó mostrando un abultado superávit de cuenta corriente producto del notable resultado positivo de la balanza comercial (US\$11.400 millones). Esta dinámica es explicada por el crecimiento de las exportaciones (reforzado por la favorable evolución de los precios de exportación) a pesar del importante incremento de las importaciones a raíz de la mejora en el nivel de actividad, aunque desde niveles excepcionalmente bajos. Por otra parte, y a diferencia de lo ocurrido en el 2002, la salida de capitales del sector privado se redujo sustancialmente, por lo que una fracción mayor del superávit fue canalizado en forma de acumulación de reservas internacionales (ver Gráfico V.1).

### V.2. Cuenta Corriente del Balance de Pagos

En el primer semestre de 2003, el superávit en cuenta corriente anualizado alcanzó 8 puntos del PIB (1,1 puntos porcentuales -p.p.- inferior al observado durante 2002) y se proyecta que el año finalizará con un ratio de 7 puntos del PIB. Esta disminución obedece mayormente al incremento del PIB nominal medido en dólares estadounidenses (como consecuencia del aumento del nivel de actividad y de la apreciación del peso respecto a la moneda de cuenta) y en menor medida a la reducción del superávit, que medido en dólares resultó en el semestre 13% superior al registrado en el mismo período del año pasado y se proyecta finalizará el año 5% por debajo del valor observado en 2002.

La metodología del Balance de Pagos incluye los intereses en base devengado, por lo que los atrasos de intereses (vencidos y no pagados) originados en la cesación de pagos de la deuda, se registran en la cuenta corriente y su financiamiento se contabiliza en la cuenta financiera<sup>7</sup>. De este modo, si se corrige la cuenta corriente excluyendo los intereses vencidos y no pagados, el superávit “de caja” alcanzaría en el semestre 12 puntos del PIB (11,3 puntos del PIB proyectado para todo 2003), tal como se puede apreciar en el Gráfico V.2.

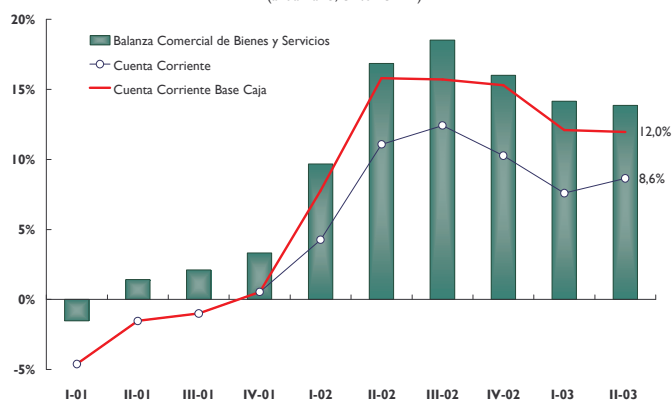
En el transcurso de 2003 y a pesar del mayor nivel de actividad económica, el superávit de la Balanza Comercial continuó alcanzando niveles récord (US\$ 11.400 millones), 2,5% mayor respecto al mismo período de 2002 y se proyecta finalizará el año con un superávit de aproximadamente US\$15.000 millones (12 puntos del PIB). Este comportamiento se explica por el importante dinamismo que muestran las exportaciones en los primeros ocho meses (16% interanual -i.a.-), incremento que más que compensó el fuerte crecimiento de las importaciones (42% i.a.) debido al nivel excepcionalmente reducido de éstas últimas durante 2002. (ver Gráfico V.3).

La trayectoria de los precios de exportación fue favorable, mientras los precios de la canasta de bienes importados exhibieron una leve

Gráfico V.2

### Evolución de la Cuenta Corriente del Balance de Pagos

(anualizado, en % del PIB)

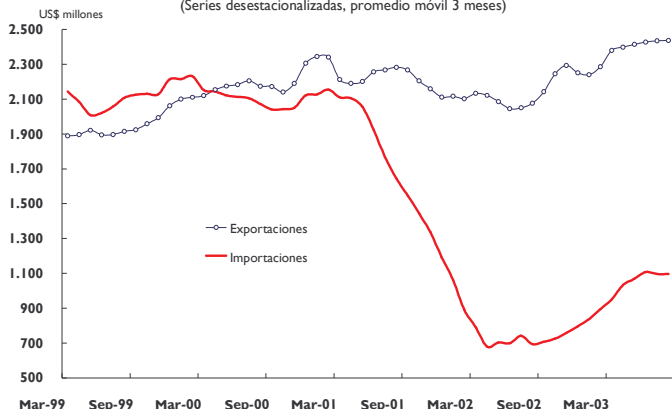


Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC

Gráfico V.3

### Comercio Exterior. Exportaciones e Importaciones

(Series desestacionalizadas, promedio móvil 3 meses)

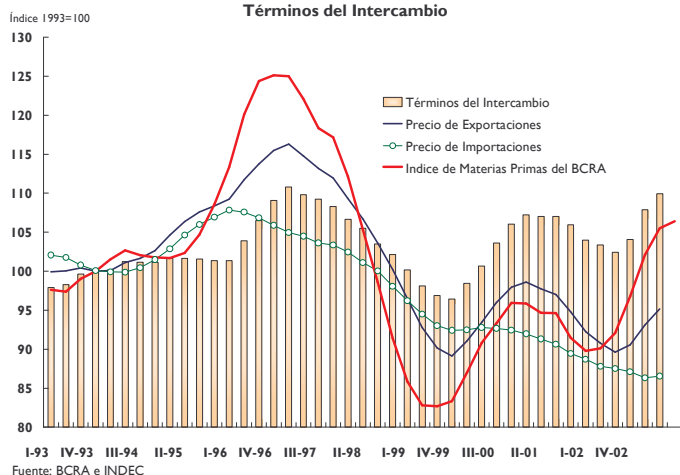


Fuente: INDEC

<sup>7</sup> En particular, en el primer trimestre de 2003 los atrasos por este concepto alcanzaron a US\$1.161 millones, de los cuales US\$1.022 millones corresponden a intereses del sector público (incluyendo BCRA) y US\$139 millones a intereses del sector privado.

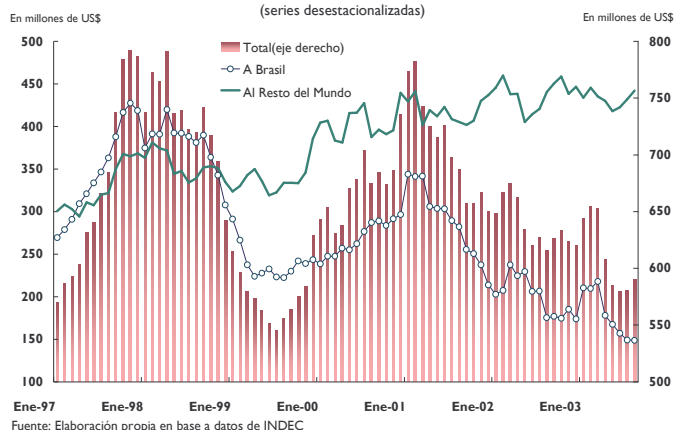


**Gráfico V.4**  
**Términos del Intercambio**



tendencia a la baja, lo que dio lugar a una importante mejora de los Términos del Intercambio que, actualmente, se encuentran en los niveles más elevados de las últimas dos décadas, al igual que durante el primer trimestre de 1997. Como se observa en el Gráfico V.4, la combinación de las trayectorias de los precios de exportación e importación da lugar a Términos del Intercambio especialmente favorables. En el Gráfico V.4 también se incluye el Índice de Materias Primas del BCRA (ver Sección II) que exhibe una evolución fuertemente correlacionada con la conducta de los precios de exportación e incluso anticipa los cambios de tendencia en dicha serie<sup>8</sup>. En función de la evolución del Índice de Materias Primas del BCRA se estima que continuará la tendencia favorable de los precios de exportación aunque es esperable una leve desaceleración en el ritmo de crecimiento hacia el fin de 2003, en el marco de significativa recuperación observada en el trimestre pasado.

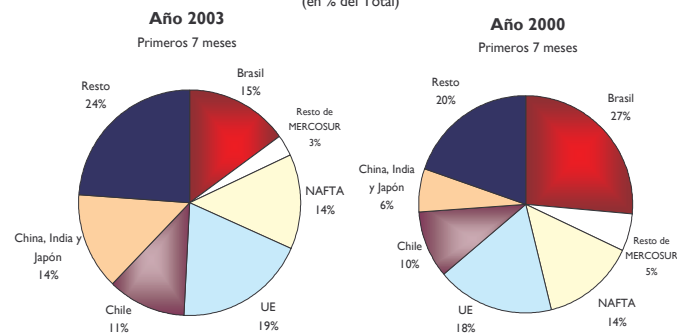
**Gráfico V.5**  
**Exportación de Manufacturas de Origen Industrial**  
(series desestacionalizadas)



Si bien el grueso del incremento de las exportaciones es explicado por el efecto de los precios (11% i.a.), esta tendencia parecería modificarse en el transcurso del año a favor de un aumento cada vez más relacionado con la evolución de las cantidades exportadas (5% i.a.), que finalmente estarían respondiendo al impulso provocado por la depreciación real del peso a partir del abandono del tipo de cambio fijo.

En términos desagregados, el crecimiento de las exportaciones fue impulsado principalmente por las ventas de Productos Primarios (PP) y de Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), que acumulan en los primeros ocho meses del año aumentos de 29% y 24% i.a. respectivamente, a partir de sendas mejoras en los precios y en las cantidades exportadas. Esta conducta está fundamentalmente influida por la salida de la cosecha récord de soja (ver Sección III) y sus subproductos que, potenciada por una mejora de los precios internacionales, contribuye a explicar aproximadamente 70% del crecimiento de las exportaciones totales. Las ventas al exterior de Combustibles y Energía (CyE), por su parte, acompañaron el crecimiento de las exportaciones totales con un incremento de 18% i.a. en lo que va de 2003 sustentado completamente en una fuerte suba de precios (25% i.a.) ya que en este caso, las cantidades exportadas cayeron 5%.

**Gráfico V.6**  
**Composición de las Exportaciones Argentinas por Destino**  
(en % del Total)



Fuente: INDEC

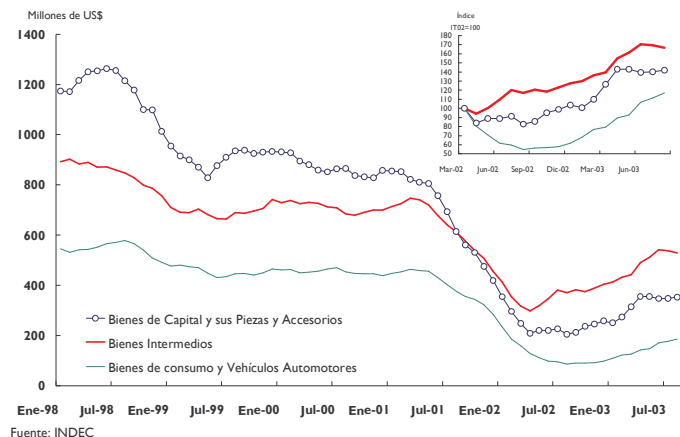
Por último, las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial (MOI) constituyen el único rubro que presenta una trayectoria descendente, con una caída de 3% i.a. en el período enero-agosto, explicada exclusivamente por una baja en las cantidades exportadas. Esta evolución tiene su origen en la fuerte disminución de las ventas a Brasil, producto principalmente de la desaceleración de la actividad económica que enfrentó esa economía durante el primer semestre. En efecto, las exportaciones de MOI a Brasil cayeron 20% i.a. en el período, al tiempo que las ventas industriales al resto del mundo crecieron aproximadamente 5% i.a.. De hecho, como se puede observar en el Gráfico V.5, las exportaciones MOI a Brasil se encuentran en niveles incluso inferiores a los observados durante 1999, con posterioridad a la devaluación del real. Como resultado de esta dinámica, a la que se agrega un aumento en las importaciones desde ese destino impulsadas por la mayor actividad económica local, el superávit comercial bilateral con Brasil

<sup>8</sup> Esto es así debido a que los precios de algunas operaciones de comercio exterior son pactados con anterioridad a la realización de la transacción, por lo que se registran en los índices de precios de *commodities* y, una vez concretada la operación, la misma es contabilizada a los efectos del cálculo de los precios de exportación y de los Términos del Intercambio.



Gráfico V.7

Evolución de las Importaciones por Uso Económico



Fuente: INDEC

comenzó a reducirse gradualmente registrando en el segundo trimestre de 2003 el primer resultado negativo en tres años.

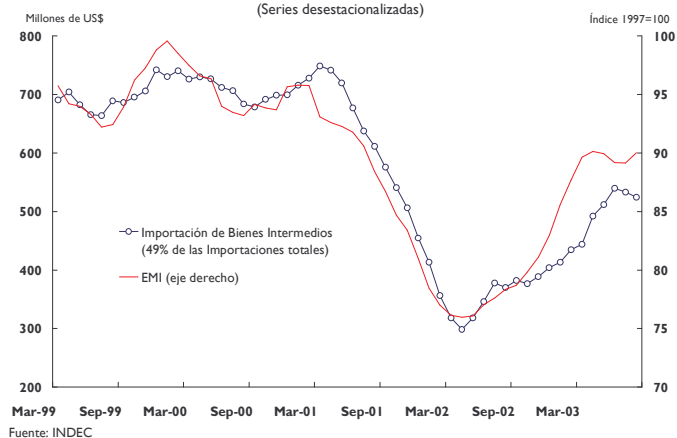
De la dinámica descrita surge también un cambio significativo en el destino de las exportaciones argentinas debido a la paulatina pérdida de importancia de Brasil y consecuentemente del MERCOSUR. En contrapartida se observa un sustancial incremento de destinos no tradicionales tales como China, que a lo largo de los últimos meses se convirtió en el principal receptor de las exportaciones argentinas, fundamentalmente asociado a las compras de soja y sus subproductos (ver Gráfico V.6).

Por otro lado, luego del proceso descendente experimentado desde 1999, impulsado por la caída de la actividad económica y potenciado por la devaluación, las importaciones de bienes mostraron un fuerte crecimiento explicado en su totalidad por aumentos en las cantidades. Este crecimiento está dado principalmente por la recuperación de la actividad económica y por la baja base de comparación que presta el año 2002, en el que las importaciones cayeron 56% i.a. y 71% en comparación a los máximos alcanzados en 1998.

En lo que respecta al comportamiento desagregado de las importaciones, se destaca, en primer lugar, el dinamismo que vienen mostrando las compras al exterior de Bienes Intermedios, directamente ligadas a la recuperación del nivel de actividad y sobre todo al desempeño de la industria manufacturera. Por su parte, las importaciones de Bienes de Capital y sus Partes y Piezas también muestran un comportamiento similar, de la mano de la importante recuperación que se observa en la tasa de inversión (ver Sección III). De todos modos, en ambos casos los niveles de importaciones son significativamente menores a los observados en 2000 y se ubican en niveles similares a los registrados en la segunda mitad de 2001.

Por último, las importaciones de Bienes de Consumo, aunque más tarde que el resto, también comenzaron a reaccionar positivamente hacia el segundo trimestre del año, acelerándose en los últimos meses de la mano de la recuperación del consumo privado (ver Gráfico V.7).

Gráfico V.8

Importación de Bienes Intermedios y Actividad Industrial  
(Series desestacionalizadas)

Fuente: INDEC

De esta forma, y en línea con lo comentado en la Sección III, las importaciones recuperaron importancia en términos del Producto luego de la fuerte caída registrada durante 2002, impulsadas ahora por la apreciación real del tipo de cambio y por la mayor necesidad de incorporar productos importados (especialmente bienes de capital) que la industria local no estaba en condiciones de proveer (ver Gráfico V.8). De esta forma se revierte parcialmente la trayectoria experimentada entonces, cuando la escasez de financiamiento tanto interno como externo que enfrentó el sector privado y la importante caída de la actividad económica permitió que muchas industrias locales ganaran participación en el mercado interno sustituyendo importaciones tanto de bienes intermedios como de bienes finales.

### V.3. Cuenta Capital y Financiera del Balance de Pagos

En lo que respecta a la Cuenta Capital y Financiera se estima para el año 2003 en su conjunto que los egresos netos estarán determinados básicamente por la formación de activos privados y,



Cuadro V.1

## Estimación del Balance de Pagos

En % del PIB

	I-02	II-02	III-02	IV-02	I-03	II-03
<b>Cuenta capital y financiera</b>	<b>-10,7%</b>	<b>-21,7%</b>	<b>-11,7%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>-6,2%</b>	<b>-2,9%</b>
Cuenta capital	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
Activos no financieros no producidos	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Cuenta financiera</b>	<b>-10,7%</b>	<b>-21,8%</b>	<b>-11,7%</b>	<b>-3,2%</b>	<b>-6,2%</b>	<b>-2,9%</b>
Sector Bancario	-3,4%	0,1%	-3,9%	-2,4%	-1,7%	-2,7%
BCRA	-3,0%	-2,0%	-0,8%	-0,5%	-0,4%	-0,6%
Otras entidades financieras	-0,5%	2,1%	-3,1%	-1,9%	-1,3%	-2,1%
<b>Sector Público no Financiero</b>	<b>4,5%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>3,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>2,5%</b>	<b>2,5%</b>
Gobierno Nacional	4,4%	0,0%	3,4%	3,6%	2,4%	2,5%
Gobiernos Locales	0,2%	0,2%	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%
Empresas y otros	-0,2%	-0,3%	-0,2%	-0,4%	-0,3%	-0,2%
<b>Sector Privado No Financiero</b>	<b>-11,8%</b>	<b>-21,8%</b>	<b>-11,4%</b>	<b>-4,3%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>-2,7%</b>
<b>Errores y Omisiones Netos</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-1,5%</b>	<b>-1,7%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-0,8%</b>
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	<b>-6,7%</b>	<b>-12,1%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>4,2%</b>	<b>0,3%</b>	<b>4,6%</b>
Reservas Internacionales del BCRA	-6,5%	-12,2%	-1,0%	4,5%	0,2%	4,7%
Ajuste por tipo de pase	0,2%	-0,1%	0,0%	0,2%	-0,1%	0,1%
<b>Sector Privado + Errores y Omisiones Netos</b>	<b>-12,0%</b>	<b>-23,3%</b>	<b>-13,1%</b>	<b>-7,1%</b>	<b>-8,2%</b>	<b>-3,5%</b>

Fuente: INDEC

en menor medida, por las cancelaciones de deuda privadas producto de la regularización parcial de los pagos, principalmente en la última parte del año. De hecho, en el primer semestre del año la Cuenta Financiera incluyendo errores y omisiones registró un egreso neto anualizado de 5,5 puntos del PIB (US\$1.800 millones en el período), frente a 9,7 puntos observados en el segundo semestre de 2002 (US\$4.500 millones) y a 16,4 puntos en el primer semestre (US\$9.600 millones), exhibiendo una clara desaceleración respecto a períodos anteriores.

Este resultado es principalmente consecuencia de una menor salida de capitales del sector privado no financiero y de un resultado positivo del sector público no financiero, como consecuencia del financiamiento involuntario.

La acumulación de atrasos externos<sup>9</sup> (capital e intereses) del sector público en los primeros 6 meses del año alcanza a US\$4.300 millones que se adicionan a los US\$7.900 millones acumulados durante 2002. Se espera que esta cifra continúe incrementándose mientras se avance en el proceso de reestructuración de deuda. Además, se estima que los flujos de los atrasos externos del sector privado irán disminuyendo a lo largo del año (US\$1.100 millones en 2003 que se suman a los US\$3.700 millones en 2002), a medida que vayan finalizando los procesos de refinanciación que están llevando a cabo los deudores del sector privado financiero y no financiero.

Durante el primer trimestre de 2003 en cuanto al resultado global del Balance de Pagos, el uso del superávit en Cuenta Corriente fue exclusivamente canalizado a la cobertura de los egresos netos en la Cuenta Capital y Financiera (incluyendo errores y omisiones), sin registrarse variaciones significativas en las reservas internacionales del BCRA. A su vez, estos egresos netos en la Cuenta Capital y Financiera estuvieron determinados básicamente por la formación de activos externos. A partir del segundo trimestre, la variación de reservas internacionales comenzó a ser parte de los usos del excedente de Cuenta Corriente (aumentando en US\$1.700 millones).

## V.4. Mercado de Cambios

El superávit cambiario registrado a partir del segundo semestre del año pasado, junto con la estabilización de las principales variables macroeconómicas permitieron profundizar la normalización del Mercado Único y Libre de Cambios (MULC). A partir de enero de este año y en forma continua se fueron flexibilizando las restricciones existentes sobre este mercado. A pesar de esta creciente desregulación y normalización, el superávit cambiario se mantuvo en niveles relativamente elevados en parte porque no se observó un incremento significativo de la demanda de divisas. Esta evolución se debe, en mayor medida, al abultado resultado comercial que fue compensado parcialmente por una mayor demanda neta de divisas para el pago de servicios, rentas y operaciones de capital.

A partir del segundo trimestre de 2002 y en línea con la evolución del Balance de Pagos, el superávit cambiario se incrementó

Cuadro V.2

## Superávit Cambiario

(en millones de US\$)

PERÍODO	Transacciones corrientes netas						Transacciones de Capital netas (2)	TOTAL (1)+(2)
	Cobro de exportaciones	Pago de importaciones	Servicios netos	Renta neta	Otros netos	Total (1)		
Enero-02	373	-35	-4	-14	1	321	193	513
Febrero-02	886	-402	-62	-38	11	394	-215	179
Marzo-02	1.544	-1.019	-65	-80	13	393	-1.084	-691
Abril-02	1.315	-716	-39	-73	12	498	-745	-247
Mayo-02	2.121	-1.032	-174	-127	30	818	-1.025	-207
Junio-02	1.807	-792	-78	-68	14	883	-972	-89
Julio-02	2.158	-891	-112	-124	20	1.051	-923	128
Agosto-02	1.875	-806	-103	-57	36	944	-480	465
Septiembre-02	1.691	-798	-76	-33	19	803	-508	295
Octubre-02	1.864	-825	-66	-138	21	856	-256	600
Noviembre-02	1.727	-729	-71	-97	19	849	-276	573
Diciembre-02	1.794	-766	-34	-106	15	904	-263	640
<b>2002</b>	<b>19.156</b>	<b>-8.812</b>	<b>-885</b>	<b>-954</b>	<b>210</b>	<b>8.714</b>	<b>-6.554</b>	<b>2.161</b>
Enero-03	1.879	-758	-1	-259	12	874	-269	605
Febrero-03	1.634	-743	-7	-144	17	758	-344	414
Marzo-03	1.852	-863	-15	-113	14	875	-541	334
Abril-03	2.103	-965	-70	-236	17	849	-514	335
Mayo-03	2.436	-983	-13	-252	16	1.205	-274	930
Junio-03	2.434	-964	-46	-202	27	1.249	-229	1.020
Julio-03	2.361	-1.120	-6	-279	24	981	-389	592
Agosto-03	1.954	-1.033	-56	-201	20	684	-610	75
<b>Ene-Ago 2003</b>	<b>16.654</b>	<b>-7.427</b>	<b>-213</b>	<b>-1.686</b>	<b>149</b>	<b>7.476</b>	<b>-3.171</b>	<b>4.306</b>

Fuente: BCRA

<sup>9</sup> Al contabilizarse el Balance de Pagos en base al criterio del devengado los flujos que genera la deuda en default se registran aún cuando no se paguen (los intereses en la Cuenta Corriente y la amortización en la Cuenta Capital) y su financiamiento se contabiliza como un ingreso compulsivo a través de la Cuenta Capital.



Cuadro V.3

Evolución de los plazos para la liquidación de cobros de exportaciones y servicios

Plazos según posición arancelarias	Diciembre 2002		Agosto 2003	
	Plazos SIC PyME (1)	Plazos adicionales B.C.R.A.	Plazos SIC PyME	Plazos adicionales B.C.R.A.
Mínimo	15 días corridos	5 días hábiles	60 días corridos	90 días hábiles
Máximo (2)	180 días corridos	5 días hábiles	360 días corridos	90 días hábiles
Anexo 19 del Decreto 690/02 (3)				
Hasta U\$S 500.000	Plazo según posición	hasta 1 año	Plazo según posición	hasta 3 años
Mayores a U\$S 500.000	Plazo según posición	hasta 2 años	Plazo según posición	hasta 3 años

(1) Secretaría de Industria y Comercio de la Pequeña y Mediana Empresa

(2) Con excepción de los bienes comprendidos en el Anexo 19 del Decreto 690/02

(3) La Comunicación "A" 3847 establece los plazos para los bienes comprendidos en el Anexo 19 del Decreto 690/02. Posteriormente, esta Comunicación fue modificada por la Comunicación "A" 3979.

Fuente: BCRA

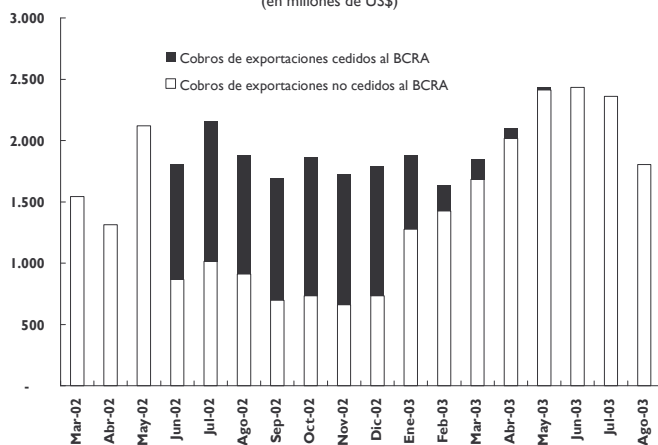
sostenidamente y en el último trimestre alcanzó un promedio mensual de US\$604 millones (ver Cuadro V.2). En este contexto, el Banco Central puso en vigencia a partir de enero una serie de normas introduciendo una mayor libertad en el mercado de cambios, tanto en relación a los plazos máximos para la liquidación de los cobros de exportaciones de bienes y servicios, como en lo referido a la demanda de moneda extranjera del sector privado para realizar pagos externos y formar activos externos<sup>10</sup>.

Por el lado de la oferta de divisas, se ampliaron significativamente los plazos de vencimiento para la liquidación de las exportaciones, tanto por la ampliación de los plazos por tipo de bien determinados por la Secretaría de Industria, Comercio y de la Pequeña y Mediana Empresa, como por los plazos adicionales dispuestos en la norma cambiaria (ver Cuadro V.3).

Asimismo, se comenzó a flexibilizar el límite de los montos de exportaciones cuyos cobros debían cederse al Banco Central de acuerdo al régimen establecido en junio de 2002, que se eliminó totalmente a principios de mayo de este año. Así, el total de ingresos de divisas por anticipos, prefinanciaciones y cobros de exportaciones por todo monto pasó a liquidarse por el MULC en forma similar al resto de las ventas de divisas que efectúan los clientes a las entidades autorizadas por los restantes conceptos.

Esta modificación en las normas produjo un cambio cualitativo en la forma de intervención del Banco Central en el mercado de cambios, dado que las divisas que en un principio debían ser cedidas obligatoriamente por las entidades al BCRA, pasaron a ser negociadas directamente en el mercado de cambios. La mayor parte del excedente del mercado comenzó a ser adquirido por el Banco Central a través del SIOPEL<sup>11</sup>.

Gráfico V.9  
Divisas Cedidas al BCRA por Cobros de Exportaciones  
(en millones de US\$)



Fuente: BCRA

Las medidas cambiarias implementadas progresivamente a partir de enero también se orientaron a normalizar la demanda de moneda extranjera. Entre las mismas se destacan la liberalización del pago de servicios e intereses de deudas financieras y el giro de utilidades y dividendos, y la flexibilización de los límites mensuales para las inversiones de cartera, inversiones directas y otros activos externos. Paralelamente, se fue incrementando el límite establecido para la tenencia de activos externos por parte de las entidades financieras.

En contraposición con la preocupación de algunos observadores, la importante desregulación del mercado de cambios no se tradujo en una nueva salida de capitales como la observada durante 2001 y el primer semestre de 2002. En efecto, el superávit de las operaciones cambiarias se mantuvo en niveles relativamente elevados y ascendió a US\$4.306 millones durante los primeros ocho meses de 2003. Esta evolución se explica en mayor medida por el saldo favorable de US\$7.476 millones de las transacciones corrientes, sólo en parte compensado por un menor déficit neto de las operaciones de cambio por capitales<sup>12</sup> que alcanzó US\$3.171 millones (ver Cuadro V.2).

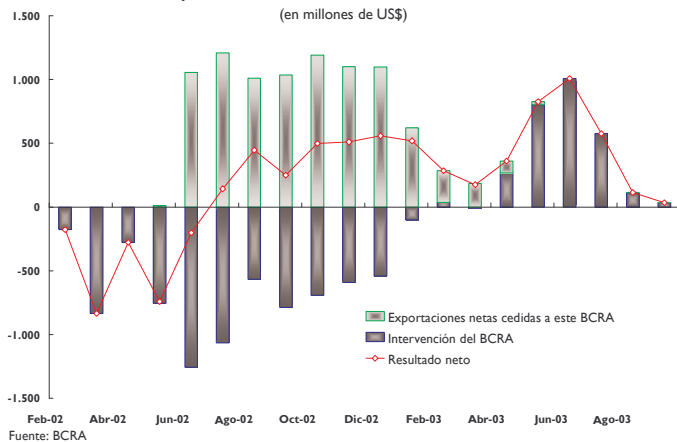
<sup>10</sup> En la página web del Banco Central se encuentra publicado un resumen de las normas cambiarias vigentes al cierre de agosto y un detalle de la evolución de las normas a lo largo del año.

<sup>11</sup> El Banco Central de la República Argentina realiza las operaciones cambiarias por medio del sistema SIOPEL, un sistema electrónico de operaciones en tiempo real, en el cual opera junto a todas las entidades financieras habilitadas. Este sistema es administrado y suministrado por el MAE (Mercado Abierto Electrónico).

<sup>12</sup> Incluye las operaciones concertadas en el mercado oficial y en el mercado libre de cambios en enero de 2002 y en el mercado único y libre de cambios a partir de febrero de 2002 inclusive. Una mayor desagregación de las operaciones realizadas en el mercado único y libre de cambios puede ser consultada en la página web del Banco Central: <http://www.bcr.gov.ar/pdfs/estadistica/opecomes.xls>.



**Gráfico V.10**  
**Operaciones mensuales de cambio del BCRA**  
(en millones de US\$)



El significativo superávit de las transacciones corrientes (operaciones que incluye el cobro de exportaciones y el pago de importaciones, así como los pagos netos de servicios, rentas y transferencias corrientes) fue básicamente consecuencia del saldo de las transacciones por mercancías, que simplemente reflejó el fuerte excedente comercial que se mantuvo durante el primer trimestre de 2003 en un promedio mensual cercano a los US\$1.000 millones, elevándose el promedio mensual a US\$1.350 millones durante el segundo trimestre del año.

El excedente de oferta de divisas junto a una mayor demanda de saldos reales (acompañando la recuperación del nivel de actividad y la desaceleración de la inflación) impulsó la participación del BCRA en el mercado de cambios, convirtiéndose en un comprador neto, tal como se puede observar en el Gráfico V.10.

La evolución de la cuenta capital, por su parte, estuvo fuertemente influenciada por la formación neta de activos externos del sector privado no financiero, que constituyó el factor determinante del saldo de esta cuenta (ver Cuadro V.4).

Con todo, para los últimos meses del año se proyecta que continúe el superávit de las transacciones cambiarias por mercancías a pesar de la estacionalidad negativa de las exportaciones y de los mayores pagos por importaciones que acompañarán la recuperación de la actividad económica. También se proyecta un aumento paulatino de los giros al exterior por rentas a medida que culminen los procesos de reestructuración de deudas que está llevando a cabo el sector privado.

Con respecto a la cuenta capital, se estima que las medidas de flexibilización para la formación de activos destinados a la cancelación de deudas reestructuradas dispuestas a fines de agosto, serán en parte compensadas por la reducción esperada en la demanda al finalizar los procesos de liberalización de los fondos acorralados en el sistema financiero.

En este contexto y sin que se proyecten mayores variantes en el resto de los movimientos de capital, los resultados esperados en el mercado de cambios determinarán una oferta excedente que podrá ser manejada por el Banco Central en el contexto de la política fijada en el programa monetario del año.

**Cuadro V.4**

**Transacciones de Capital Netas**

En millones de US\$	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio	Julio	Agosto	Ene-Ago 2003
<b>Total</b>	<b>-269</b>	<b>-344</b>	<b>-541</b>	<b>-514</b>	<b>-274</b>	<b>-229</b>	<b>-389</b>	<b>-610</b>	<b>-3.171</b>
I. Formación neta de activos privados	-253	-363	-603	-608	-353	-45	-251	-359	-2.835
II. Préstamos financieros netos de corto plazo	17	25	57	3	32	108	-50	4	196
III. Préstamos financieros netos de largo plazo	-23	-8	-16	33	-37	-205	-28	-304	-588
IV. Inversiones directas en el país de no residentes	42	35	40	50	148	79	68	106	567
V. Otras inversiones en el país de no residentes	38	20	21	91	106	53	22	13	365
VI. Compras netas del Gobierno Nacional para la cancelación de pasivos externos	0	0	0	0	-119	-159	-54	0	-332
VII. Otros de capital netos	-90	-54	-40	-84	-51	-60	-96	-70	-545

Fuente: BCRA

**Cuadro V.5**

**Estimación del Balance Cambiario (\*)**  
(en millones de US\$)

Conceptos netos	I Trim 03	II Trim 03	Jul-03	Ago-03	Acumulado 2003
<b>Cuenta Corriente cambiaria</b>	<b>2.084</b>	<b>2.731</b>	<b>987</b>	<b>479</b>	<b>6.281</b>
Balance transferencias por mercancías	3.001	4.063	1.241	921	9.227
Cobros por exportaciones de bienes	5.365	6.974	2.361	1.954	16.654
Pagos por importaciones de bienes	2.363	2.911	1.120	1.033	7.427
Servicios	-21	-129	-5	-56	-211
Rentas	-941	-1.264	-274	-406	-2.884
Intereses	-828	-1.007	-75	-338	-2.247
Utilidades y Dividendos y otras rentas	-113	-257	-199	-68	-637
Otras transferencias corrientes	44	61	24	20	149
<b>Cuenta capital y financiera cambiaria</b>	<b>-2.008</b>	<b>-1.071</b>	<b>352</b>	<b>-327</b>	<b>-3.055</b>
Inversión directa de no residentes	118	277	25	66	486
Inversión de portafolio de no residentes	71	233	16	12	332
Préstamos financieros	-61	-229	-100	-351	-741
Préstamos del Fondo Monetario Internacional	176	66	19	312	573
Préstamos de otros Organismos Internacionales	-857	-286	661	-17	-500
Formación de activos externos del sector privado no financiero	-1.218	-1.006	-251	-359	-2.834
Otros movimientos netos	-237	-126	-18	10	-371
<b>Variación de Reservas Internacionales</b>	<b>76</b>	<b>1.660</b>	<b>1.339</b>	<b>152</b>	<b>3.226</b>
Reservas internacionales del BCRA	41	1.667	1.301	99	3.108
Ajuste por tipo de pase	-35	7	-38	-53	-118

(\*) Datos provisionales al 10/09/03  
Fuente: BCRA

## V.5. Balance Cambiario

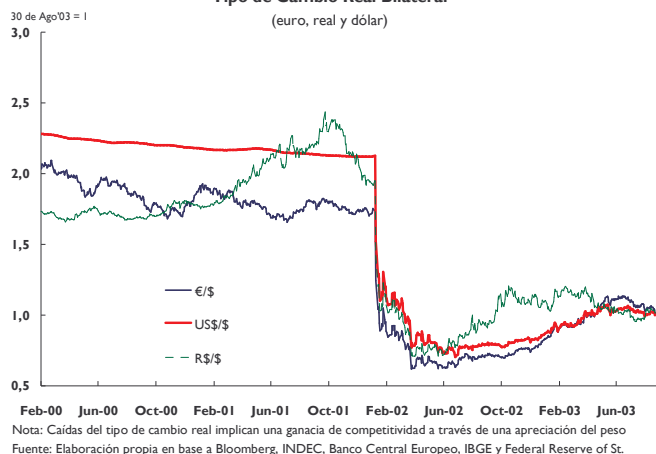
El Balance Cambiario incluye las operaciones cursadas por el MULC más las operaciones realizadas directamente a través del BCRA. En particular, en los primeros ocho meses de 2003 se estimó un superávit de cuenta corriente cambiaria de US\$6.281 millones. Este saldo positivo fue parcialmente compensado por egresos netos por US\$3.055 millones en la cuenta capital y financiera cambiaria, resultando una variación de reservas internacionales<sup>13</sup> de US\$3.226 millones (ver Cuadro V.5).

La principal diferencia entre el superávit de la cuenta corriente cambiaria y el registrado por las transferencias corrientes del

<sup>13</sup> Neto de variaciones por tipo de pase.



**Gráfico V.11**  
**Tipo de Cambio Real Bilateral**  
(euro, real y dólar)



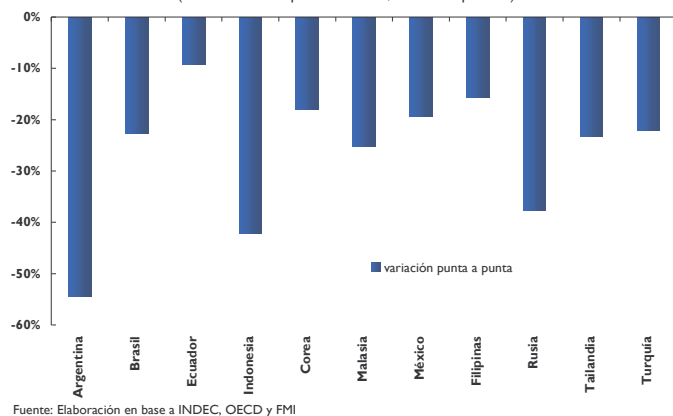
MULC, se debe a los pagos en concepto de intereses a Organismos Internacionales no contabilizados en este último.

Al igual que las transferencias de capital cursadas por el MULC, los egresos netos registrados en la cuenta capital y financiera cambiaria se explican por la formación neta de activos externos del sector privado no financiero. Las operaciones cursadas en concepto de capital con los Organismos Internacionales no registran flujos netos significativos, observándose un saldo positivo con el FMI que fue casi totalmente compensado por egresos netos con otros organismos.

## V.6. Tipo de cambio

Como consecuencia de la dinámica descrita del sector externo la cotización del peso respecto de una canasta de monedas exhibió una apreciación nominal a lo largo del año. Ésta alcanzó 8% con respecto a la canasta compuesta por las monedas de los tres principales socios comerciales (Brasil, EE.UU. y los países que componen la zona Euro. La depreciación del dólar a nivel mundial generó una apreciación mayor del peso en relación a este moneda. En particular, el dólar exhibió una clara tendencia decreciente hasta mediados de mayo de 2003, para luego oscilar en torno a 2,8\$/US\$. A partir de agosto de 2003, se revirtió levemente la tendencia descendente, alcanzando en promedio 2,9\$/US\$.

**Gráfico V.12**  
**Variación del Tipo de Cambio Real en Distintas Crisis**  
(veinte meses después de la crisis, deflactado por IPC)



Por otra parte, la trayectoria de los precios (ver Sección VIII) y del tipo de cambio nominal generó una apreciación real del peso de 22% desde junio de 2002<sup>14</sup>, ubicándose 100% por encima del promedio de la Convertibilidad y 8% por encima del nivel promedio de la década del 80. Si bien la dinámica observada este año estuvo explicada en parte por la sobreacción del tipo de cambio nominal observada durante 2002, confluyeron también factores externos. En particular, el aumento de la cotización del euro y del real en relación al dólar en los primeros meses del año hizo que la apreciación real del peso en función a una canasta compuesta por esas tres monedas fuera menor que con respecto al dólar (ver Gráfico V.11).

De la comparación con los niveles registrados históricamente por esta variable y con la experiencia de otros países que atravesaron por crisis cambiarias y bancarias durante la década del '90 (México, Indonesia, etc.), se desprende que el tipo de cambio real multilateral continúa en niveles competitivos a veinte meses de la crisis (ver Gráfico V.12), al tiempo que la volatilidad registrada por el mismo se encuentra en mínimos históricos.

<sup>14</sup> Se utiliza un tipo de cambio real multilateral que incluye los tres principales destinos de las exportaciones (euro, dólar y real) y corrige por precios minoristas.



## VI. FINANZAS PÚBLICAS

### VI.1. Síntesis

La recuperación de la actividad económica junto con la estabilización de las variables financieras permitieron consolidar y ampliar la mejora de las finanzas públicas observada a partir del segundo trimestre del año 2002. En efecto, entre enero y agosto de este año el superávit primario del Gobierno Nacional fue \$6.388 millones (2,3% anualizado en términos del PIB), resultado incluso superior al obtenido durante todo 2002. La significativa mejora de las cuentas públicas estuvo sustentada, en mayor medida, por la recuperación de la recaudación tributaria que creció a un ritmo superior al del gasto primario (ver Gráfico VI.1). En este contexto, se espera que el superávit primario del Gobierno Nacional alcance o supere 2,1% del PIB para todo 2003 cumpliendo con las metas acordadas con el FMI.

El buen desempeño de las cuentas públicas garantizó la ausencia de dominancia fiscal para la instrumentación de la política monetaria. En efecto, la significativa mejora del superávit primario y el reducido nivel en el pago de intereses y otras necesidades financieras en moneda local justificaron que el efecto monetario originado por las operaciones del Gobierno Nacional resultara contractivo en aproximadamente \$1.200 millones entre enero y septiembre de este año (ver Sección VII).

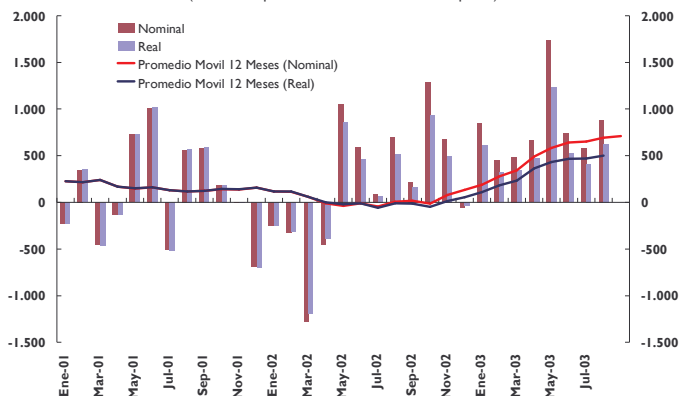
Por su parte, la deuda del sector público nacional sufrió una serie de modificaciones adicionales a la generada por la financiación del déficit fiscal desde la salida del régimen de convertibilidad, en enero de 2002. La pesificación de la deuda emitida bajo legislación nacional, la compensación al sistema bancario por la pesificación asimétrica y el canje de depósitos bancarios por títulos públicos, entre otras medidas, influyeron sobre los plazos, tasas, monedas y otras características de la deuda nacional. De igual forma, el perfil de la estructura de deuda que se derive de la renegociación de la porción que se encuentra en cesación de pagos tendrá un impacto de consideración tanto sobre sus características como sobre las necesidades financieras futuras del Tesoro Nacional para la atención de los nuevos compromisos de interés y capital.

### VI.2. Situación Fiscal

Tras la crisis de finales de 2001 el sector público nacional ha logrado recuperar los niveles de ingresos tributarios de años anteriores. La buena performance de la recaudación estuvo justificada, en mayor medida, por los recursos adicionales que aportaron los Derechos sobre las Exportaciones (vigentes desde marzo de 2002) y el crecimiento de la recaudación por IVA y Ganancias, factores que en conjunto explicaron aproximadamente 75% del aumento total. Además, estas alzas también habrían sido acompañadas por un mayor cumplimiento tributario por parte de los contribuyentes (principalmente una menor mora en el pago) que en gran medida responde a la mejora en la situación económica. En términos reales, la recaudación nacional también exhibió una significativa recomposición durante el período y alcanzó un incremento de 26% interanual. Así, la relación recaudación a PIB

Gráfico VI.1

Resultado Primario Sector Público Nacional No Financiero  
(Deflactado por IPC base 1999; millones de pesos)

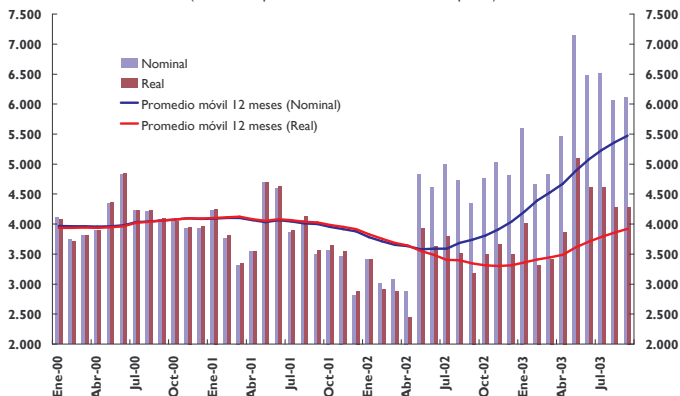


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda

Gráfico VI.2

Recaudación Tributaria

(Deflactada por IPC base 1999; millones de pesos)

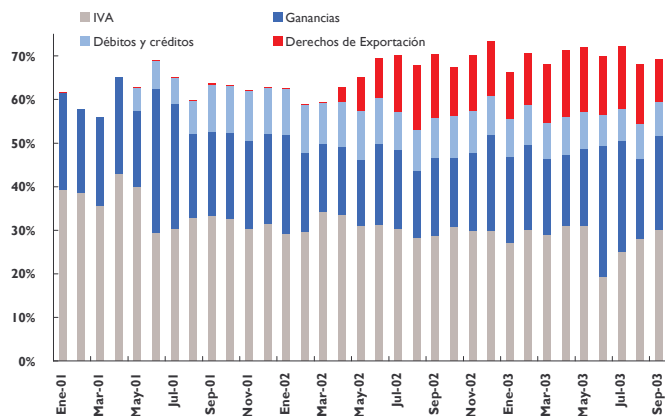


Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda



Gráfico VI.3

Participación en la Recaudación



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda

aumentó de 11,5% en los primeros nueve meses de 2002 a 14,4% en el mismo período de 2003 (ver Gráficos VI.2 y VI.3).

En particular, los ingresos correspondientes al Impuesto a las Ganancias fueron influenciados por varios factores que jugaron a favor de su recuperación. En primer lugar, el proceso inflacionario del año 2002 impactó sobre el valor de los activos de las empresas y personas físicas quienes no pudieron realizar ajustes por inflación para sus declaraciones juradas (este efecto también se reflejó en la recaudación del impuesto a los Bienes Personales que mostró un considerable aumento en el año). En segundo lugar, se habrían presentado mejoras en los balances de las empresas de los sectores económicos que se beneficiaron por los cambios en precios relativos generados por la ruptura en la paridad cambiaria. Así, en lo que va del año, los ingresos de este tributo exhibieron una muy significativa mejora tanto en términos nominales como reales (ver Gráfico VI.4).

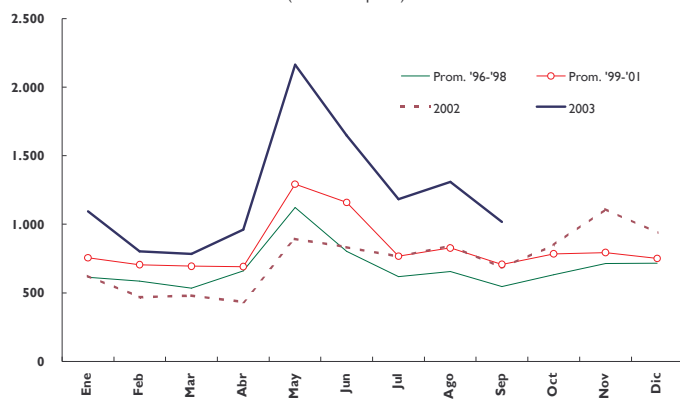
El IVA, por su parte, también mostró una importante mejora durante el año que puede explicarse principalmente por el impacto de la reactivación económica y el incremento de precios verificado desde 2002. De esta forma, tras mostrar una abrupta caída en la primera mitad del año pasado, la recaudación de este impuesto comienza a recuperarse mostrando mejoras sucesivas en términos nominales y reales desde mediados del año pasado.

Los Derechos sobre las Exportaciones han sido uno de los elementos más importantes que han contribuido a incrementar los ingresos tributarios del año. De hecho, se convirtieron en uno de los tributos de mayor incidencia para el financiamiento del Gobierno Nacional ya que, por un lado, aportaron en lo que va del año un promedio de \$780 millones mensuales y, por otro, este impuesto es no coparticipable por lo que la totalidad de lo recaudado queda a disposición del Gobierno Federal.

Gráfico VI.4

Impuesto a las Ganancias

(Millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda

El impuesto a los Débitos y Créditos bancarios también fue un factor relevante para explicar el comportamiento de la recaudación total. A pesar de que desde su implementación en 2001 mostró un crecimiento rápido del ingreso promedio diario, éste se habría estabilizado desde principio del año y su recaudación no estaría tan influenciada por el ritmo de la actividad económica. Este impuesto tuvo un impacto negativo en la actividad de intermediación financiera que se evidencia en la evolución del depósito promedio en cuenta corriente, su velocidad de rotación y la monetización de las transacciones (que puede detectarse por la relación depósitos a circulante). Estos indicadores explican en mayor medida por qué la recaudación diaria promedio se estancó desde fines del año 2002. De todo esto se concluye que los contribuyentes han encontrado mecanismos alternativos a la operatoria bancaria (elusión del impuesto), situación que genera un impacto negativo tanto sobre los ingresos del Estado como sobre la recuperación de la actividad financiera, y podría ser un factor adicional para explicar la mayor demanda de liquidez (ver Sección VII para entender el impacto de este impuesto sobre la bancarización de la economía).

Por su parte, las mejoras que están mostrando los indicadores laborales y en particular el aumento del empleo formal está impactando positivamente sobre los ingresos de la seguridad social que comienzan a recuperarse no sólo en términos nominales sino también en términos reales. Otro factor que también estaría



impulsando la recaudación es la paulatina mejora observada de los salarios.

Es importante señalar que el Gobierno Nacional ha mostrado una clara actitud en pos de reducir la evasión impositiva y, en este marco, impulsó una serie de medidas tendientes a ampliar el riesgo de evadir (principalmente a través del incremento de las penas), mejorar la fiscalización y fortalecer a la AFIP. Los puntos principales del proyecto “antievación”, que se encuentra en su mayor parte en tratamiento legislativo, son:

Ø Modificaciones a la Ley Penal Tributaria introduciendo la figura de “asociación ilícita” para cuando se detecte a personas que crearon una organización destinada a evadir.

Ø Cambios en el impuesto a las ganancias para mejorar el control en las operaciones internacionales.

Ø La AFIP recaudará no sólo los impuestos sino también los aportes y contribuciones al sistema de seguridad social y de salud, eliminando el INARSS organismo actualmente encargado de la recaudación de los aportes y contribuciones.

Ø Reformas al régimen de pequeños contribuyentes (Monotributo).

En línea con estas iniciativas, también se ha avanzado en la detección de empleo no registrado, para lo cual se vienen desarrollando una serie de operativos en empresas con el objeto de regularizar la situación laboral de los empleados.

El comentado aumento de los ingresos fue en parte acompañado por incrementos en el gasto primario (ver Gráfico VI.5). Si bien a comienzos del año presentó una nueva caída en términos reales, el gasto se está recuperando luego de la significativa contracción real que se registró durante 2002.

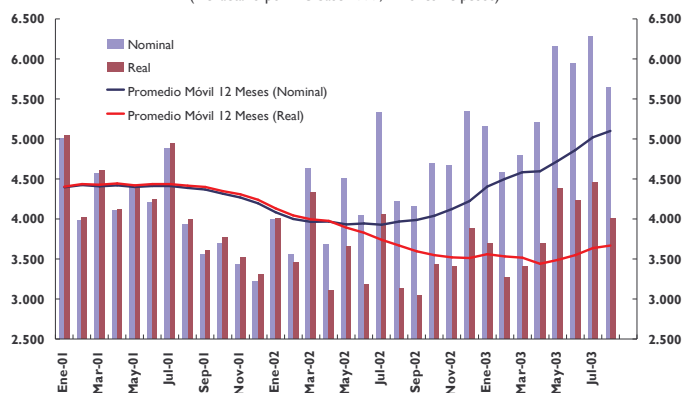
A pesar de que se observa un aumento generalizado en los distintos rubros del gasto, los factores que en mayor medida lo están explicando son: el aumento en las transferencias a provincias (principalmente las automáticas originadas por la Coparticipación Federal de Impuestos y Leyes Especiales), las mayores erogaciones de salarios y jubilaciones por la restitución del descuento del 13% aplicado entre julio de 2001 y diciembre de 2002 y el aumento del gasto social, canalizado primordialmente a través del Plan Jefas y Jefes de Hogar (ver Cuadro VI.1).

Las erogaciones por intereses de la deuda continúan acotadas, por su parte, a atender los vencimientos de los compromisos que no están en cesación de pagos que incluye a los organismos internacionales, préstamos garantizados y a los nuevos BODEN.

Es importante señalar que el Gobierno Nacional logró sobrecumplir ampliamente todas las pautas fiscales del acuerdo con el FMI firmado en enero pasado (ver Cuadro VI.2). Este factor permitió que se lleven a cabo los desembolsos previstos, que fueron utilizados para cubrir las necesidades de financiamiento. Sin embargo, el programa de desembolsos del Banco Mundial experimentó algunas demoras en relación a lo inicialmente

Gráfico VI.5

**Gasto Primario Sector Público Nacional No Financiero**  
(Deflactado por IPC base 1999; millones de pesos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda

**Cuadro VI.1**  
**Sector Público Nacional no Financiero**  
(Millones de pesos)

	Ene-Ago		Diferencia	
	2002	2003	Abs.	%
<b>Ingresos</b>	<b>34.087</b>	<b>50.132</b>	<b>16.045</b>	<b>47,1</b>
-Tributarios	24.560	39.106	14.546	59,2
-Seguridad Social	6.425	7.760	1.335	20,8
-No tributarios 1/	3.102	3.267	165	5,3
<b>Gastos</b>	<b>37.911</b>	<b>48.823</b>	<b>10.912</b>	<b>28,8</b>
-Salarios	4.393	5.725	1.332	30,3
-Bs. y servicios	1.169	1.683	514	44,0
-Intereses	3.948	5.079	1.131	28,6
-Jubilaciones y pensiones	11.078	12.261	1.183	10,7
-Transferencias al sector privado	5.003	7.286	2.283	45,6
-Transferencias a provincias	11.001	14.635	3.634	33,0
Coparticipación	6.197	10.104	3.907	63,0
-Universidades	1.008	1.208	199	19,8
-Otros gastos	312	947	635	203,9
<b>Gasto Primario</b>	<b>33.963</b>	<b>43.744</b>	<b>9.781</b>	<b>28,8</b>
<b>Relación a PIB</b>		<b>11,9%</b>		
<b>Resultado Primario</b>	<b>125</b>	<b>6.388</b>	<b>6.264</b>	<b>5.027,1</b>
<b>Relación a PIB</b>		<b>1,7%</b>		
<b>Resultado Financiero</b>	<b>-3.824</b>	<b>1.310</b>	<b>5.133</b>	<b>134,3</b>
<b>Relación a PIB</b>		<b>0,4%</b>		

1/ Incluye los recursos de capital pero no las privatizaciones

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda



Cuadro VI.2

**Comparación Resultados respecto de Metas Acuerdo FMI**  
(Millones de pesos)

	Enero	Marzo	Mayo	Junio
<b>Resultado Financiero Acumulado</b>	<b>380</b>	<b>-198</b>	<b>1.127</b>	<b>1.423</b>
Meta FMI Acumulada	18	-2.307	-2.708	-2.198
Cumplimiento Meta FMI	362	2.109	3.835	3.621
<b>Superávit Primario Acumulado</b>	<b>854</b>	<b>1.788</b>	<b>4.192</b>	<b>4.930</b>
Meta FMI Acumulada	424	1.500	3.310	4.500
Cumplimiento Meta FMI	430	288	882	430

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Hacienda

programado y la diferencia fue en mayor medida cubierta con la asistencia otorgada por el BCRA a través de adelantos transitorios.

Con todo, se espera que en los próximos meses continúe y se consolide la recuperación de las finanzas públicas. La mejora del nivel de actividad económica estimada para el resto del año, como así también un mayor grado de cumplimiento impositivo por parte de los contribuyentes, permitirán mantener la creciente evolución de la recaudación. Este factor, junto con un prudente manejo del gasto primario, le permitirá al Gobierno alcanzar (e incluso sobrecumplir) los objetivos fiscales establecidos en el Presupuesto Nacional y en el nuevo acuerdo con el FMI. En particular, como se mencionó anteriormente, se espera que el superávit primario nacional alcance sin dificultades 2,1% del PIB.

Al momento de la confección de este Informe el Poder Legislativo se encontraba en el tratamiento del Presupuesto Nacional para el año 2004 presentado por el Ejecutivo, proyecto que definirá las perspectivas fiscales para el próximo año.

Finalmente, las cuentas fiscales provinciales están mostrando un comportamiento similar a las del Sector Público Nacional ya que, si bien a la fecha de cierre estadístico solo se contaba con datos oficiales para el primer trimestre del año, el ajuste de gastos realizado a comienzos del año 2002 y la mejora en la recaudación de los tributos de las diferentes jurisdicciones están generando mejoras en el resultado primario (para el primer trimestre del año fue superavitario por \$720 millones), lo que contribuye en forma positiva al resultado de las cuentas consolidadas de la Nación y las Provincias.

### VI.3. Deuda Pública

Como es sabido, desde diciembre de 2001 aproximadamente la mitad de los compromisos de deuda se encuentran en situación irregular. Esta circunstancia genera que las estadísticas oficiales de la deuda incluyan el ítem "atrasos" en donde se registran los compromisos de capital e intereses no atendidos. Así, al 30 de junio de 2003, el total de atrasos alcanzaba US\$18.427 millones, de los cuales US\$11.493 millones correspondían a capital y US\$6.934 millones a intereses. De acuerdo al tipo de instrumento que da origen a los atrasos, más de 92% corresponde a títulos públicos, aproximadamente 5% a préstamos de organismos oficiales (como el Club de Paris) y 3% a créditos de bancos comerciales y otros acreedores.

Del total de obligaciones con organismos multilaterales, aproximadamente la mitad corresponde a financiamiento otorgado por el Fondo Monetario Internacional. Así, las acreencias de dicho organismo representan 10% del total de la deuda. Por su parte, las obligaciones con el Banco Interamericano de Desarrollo equivalen a 5% del total, mientras que aquellas mantenidas con el Banco Internacional de Reconstrucción y Fomento alcanzan 5%.

En relación con la moneda de denominación de las acreencias, al 30 de junio de 2003, 41% correspondía a deuda contraída en dólares, 28% en pesos, 24% en euros, y 5% en yenes (ver Gráfico VI.7).

Respecto de la tasa de interés, un 65% de la deuda devenga una tasa fija, mientras que el restante 35% devenga una tasa variable. De

Cuadro VI.3

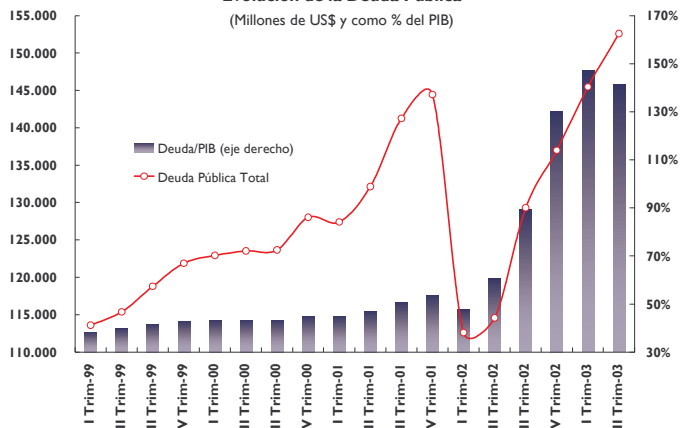
**Deuda Bruta del Sector Público**  
(Millones de US\$)

INSTRUMENTO	Diciembre 2001	Diciembre 2002	2003		Variación Jun 03 Dic 02
			Marzo	Junio	
<b>Total Deuda Pública</b>	<b>144.453</b>	<b>137.001</b>	<b>145.474</b>	<b>152.587</b>	<b>15.586</b>
<b>Mediano y Largo Plazo</b>	<b>137.707</b>	<b>125.068</b>	<b>130.036</b>	<b>132.311</b>	<b>7.243</b>
<b>Títulos Públicos</b>	<b>55.057</b>	<b>65.485</b>	<b>65.915</b>	<b>67.294</b>	<b>1.809</b>
Moneda nacional	1.505	5.588	6.876	6.526	938
Moneda extranjera	53.552	59.898	59.038	60.769	871
<b>Préstamos</b>	<b>82.650</b>	<b>59.583</b>	<b>64.121</b>	<b>65.017</b>	<b>5.434</b>
<b>Préstamos Garantizados</b>	<b>44.274</b>	<b>22.455</b>	<b>27.047</b>	<b>28.177</b>	<b>5.722</b>
<b>Organismos Internacionales</b>	<b>32.362</b>	<b>31.377</b>	<b>31.210</b>	<b>31.163</b>	<b>-214</b>
FMI	13.952	14.253	14.661	14.999	746
BIRF	9.673	8.715	7.923	8.109	-606
BID	8.704	8.379	8.599	8.030	-349
FONPLATA	27	24	22	21	-3
FIDA	6	5	4	4	-2
<b>Organismos Oficiales</b>	<b>4.477</b>	<b>4.255</b>	<b>4.287</b>	<b>4.142</b>	<b>-113</b>
Club de Paris	1.879	1.796	1.840	1.789	-7
Otros bilaterales	2.598	2.459	2.447	2.353	-105
<b>Banca Comercial</b>	<b>1.537</b>	<b>1.237</b>	<b>1.279</b>	<b>1.243</b>	<b>6</b>
<b>Otros Acreedores</b>	<b>6.746</b>	<b>259</b>	<b>298</b>	<b>291</b>	<b>32</b>
<b>Corto Plazo</b>	<b>6.746</b>	<b>1.079</b>	<b>999</b>	<b>1.849</b>	<b>771</b>
<b>Adelantos Transitorios y LETES</b>	<b>6.746</b>	<b>1.079</b>	<b>999</b>	<b>1.849</b>	<b>771</b>
<b>Atrasos</b>	<b>-</b>	<b>10.854</b>	<b>14.440</b>	<b>18.427</b>	<b>7.572</b>
Capital	-	6.676	9.008	11.493	4.816
Interés	-	4.178	5.432	6.934	2.756

Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Finanzas



**Gráfico VI.6**  
**Evolución de la Deuda Pública**  
(Millones de US\$ y como % del PIB)



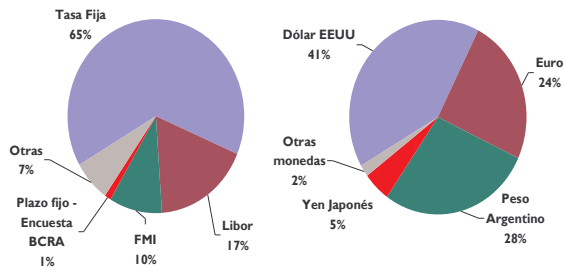
Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC y Secretaría de Finanzas

este 35%, la mitad aproximadamente corresponde a deuda que devenga intereses en función de la LIBOR más un margen fijo de acuerdo a las condiciones de emisión de cada título (ver Gráfico VI.7). Cabe señalar que, desde 2001, la LIBOR ha exhibido una persistente tendencia a la baja (hasta ubicarse en torno al 1,15%) y se encuentra muy por debajo de los valores promedio históricos. A modo de referencia, se indica que en 2000 la LIBOR superaba el 6%, y a comienzos de 1989 llegó a ubicarse en 10,7%.

Conforme a las condiciones imperantes en junio de 2003, es decir, teniendo en cuenta los niveles en que se encontraban las tasas de interés de referencia para el cálculo de los intereses (LIBOR, plazo fijo encuesta BCRA, Badlar, etc), el promedio ponderado de tasa de interés que se devengaba sobre el total de la deuda del sector público era de 5,5%. En términos generales, los títulos públicos devengaban una tasa promedio de 6,5%, los préstamos garantizados 4,3%, y las acreencias de los organismos internacionales 4,6%. Entre los títulos públicos, aquellos emitidos en pesos registraban una tasa de 2,3%, mientras que los BODEN en dólares devengaban intereses de sólo 1,3%. En el rango superior de la distribución por tasa de interés promedio se encontraban los títulos emitidos antes de la cesación de pagos en dólares estadounidenses (8,7%), y los emitidos en otras monedas –principalmente euros y yenes (8,1%)–.

Según las condiciones contractuales de la deuda pública, y excluyendo los montos correspondientes a atrasos de capital e intereses acumulados al 30 de junio de 2003, la vida promedio de la deuda era de 6,7 años. Los títulos públicos registraban una vida promedio de 6,4 años, mientras que las obligaciones con organismos internacionales estaban concentradas en un plazo más corto y su vida promedio era de 3,2 años. Lo mismo ocurría con organismos oficiales (3,2 años), bancos comerciales (2,9 años), y otros acreedores (1,8 años). Por el contrario, la vida promedio de los préstamos garantizados (originados en el canje concretado a fines de 2001 y que buscaba, precisamente, alargar los plazos para el repago de los compromisos) es sustancialmente mayor, 12,5 años.

**Gráfico VI.7**  
**Deuda Pública**  
Composición por tipo de tasa y moneda



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Finanzas

El stock de deuda alcanzaba en junio de 2003 US\$152.587 millones (ver Cuadro VI.3) y no incluye ciertos pasivos cuyos títulos no se habrían emitido en forma completa hasta esa fecha. Tal es el caso del BODEN 2008 en pesos empleado para restituir el descuento del 13% aplicado sobre los salarios y las jubilaciones públicas entre julio de 2001 y diciembre de 2002, los BODEN 2011 y 2013 en pesos destinados al rescate de las cuasimonedas provinciales, el BODEN 2013 en dólares correspondiente al canje de depósitos de ahorristas en el sistema bancario, los bonos garantizados provinciales, y otros conceptos. En el mismo sentido debe notarse que algunos de estos pasivos están emparejados con activos equivalentes en monto, estructura y concepto. Esto implica que si bien la deuda bruta se incrementa directamente con estas adiciones, la deuda neta se mantiene inalterada. No obstante, el mantenimiento de estas acreencias da origen a riesgo crediticio el cual es tomado por el Estado Nacional como acreedor. En consecuencia, la incorporación de estos saldos provocará sin dudas modificaciones sobre las características de la deuda pública mencionados anteriormente.

De acuerdo a las proyecciones divulgadas por la Secretaría de Finanzas en la Reunión Anual del FMI en Dubai, al 31 de



Cuadro VI.4

## Proyección de la Deuda del Sector Público al 31-12-2003

	Millones de US\$	% del total
<b>Deuda a Reestructurar</b>		
Deuda Elegible Legislación Internacional	77.475	43,3%
Deuda Elegible Legislación Nacional	9.576	5,4%
Organismos Oficiales	5.217	2,9%
Banca Comercial	1.724	1,0%
Otros Acreedores	311	0,2%
<b>Total</b>	<b>94.302</b>	<b>52,7%</b>
<b>Deuda no Default</b>		
Organismos Internacionales	30.792	17,2%
BODENS*	22.580	12,6%
Préstamos Garantizados Nacionales*	15.588	8,7%
Bono Garantizado Provincial*	10.200	5,7%
Bonos (Excepciones)*	606	0,3%
Otros*	4.727	2,6%
<b>Total</b>	<b>84.493</b>	<b>47,3%</b>
<b>Total</b>	<b>178.795</b>	

\* Emisiones resultantes del colapso de la convertibilidad y obligaciones previas a dicha fecha  
Fuente: Elaboración propia en base a datos de la Secretaría de Finanzas

diciembre de 2003 la deuda en cesación de pagos alcanzaría US\$94.302 millones, en tanto que la deuda en situación regular alcanzaría US\$84.483 millones, representando 47,3% de la deuda total (ver Cuadro VI.4).

El perfil y las características de la deuda que queden determinados luego del proceso de reestructuración definirá la magnitud y estructura temporal de la demanda de divisas del Tesoro Nacional para atender los servicios futuros de amortizaciones e intereses derivados de los nuevos instrumentos que se emitan. Así, el mercado de cambios podrá verse afectado considerablemente por esta demanda adicional, lo mismo que el conjunto de variables monetarias relevantes. Debido a ello, el seguimiento del proceso de renegociación de la deuda reviste una singular importancia. De la misma manera, la existencia de un mercado voluntario y líquido para la deuda pública (tanto para su colocación primaria como para la posterior negociación secundaria) favorecería la implementación y el control de la política monetaria.



## VII. POLÍTICA MONETARIA Y SISTEMA FINANCIERO

### VII.1. Síntesis

Entre enero y septiembre de 2003 se observó un desempeño favorable de las variables monetarias y financieras, apuntaladas por una política monetaria más previsible, y por una progresiva normalización del sistema financiero y del mercado de cambios.

La instrumentación de la política monetaria en 2003 puede dividirse claramente en dos etapas bien diferenciadas. Luego de una primer etapa relativamente restrictiva, en el primer trimestre, orientada fundamentalmente a desactivar las expectativas de inflación todavía reinantes, y tal como lo reflejaron las tasas de Letras del Banco Central (LEBAC) de corto plazo y del mercado interbancario (la tasa de *call* se incrementó de 6% en diciembre 2002 a 11% en marzo 2003), la política monetaria viró a partir del segundo trimestre hacia una orientación más focalizada en atender las necesidades de monetización de una economía que evidenciaba signos claros de recuperación y menores expectativas de inflación.

Estas circunstancias llevaron al BCRA a revisar, durante junio, el Programa Monetario para el resto de 2003, mediante la introducción de bandas para la oferta de dinero primario consistentes con el rango de inflación esperada para 2003, contemplando de esta manera no sólo la incertidumbre concerniente a la evolución del producto o las expectativas de inflación, sino también la asociada a la sensibilidad de la demanda de saldos reales a variaciones en el ingreso o la tasa de interés nominal.

A partir del segundo trimestre, las tasas de interés, tanto nominales como reales, comenzaron a descender en forma sostenida, influenciadas principalmente por los rendimientos de las LEBAC. Las tasas pasivas descendieron en el segundo y tercer trimestre 21 p.p. hasta situarse en 4% hacia fines de septiembre, mientras que la tasa de *call*, luego del pico de 11% en marzo, alcanzó el mínimo histórico de 1% en agosto.

Actualmente, los agregados monetarios evolucionan de acuerdo a lo esperado, por lo que el crecimiento del dinero primario se encuentra en todo de acuerdo a lo pautado en el Programa Monetario vigente. En particular, hasta septiembre de 2003 se registró un crecimiento real<sup>15</sup> acumulado de la base monetaria amplia<sup>16</sup> (BMA) de 21% sin estacionalidad (s.e.). En este contexto, los medios de pago experimentaron una evolución favorable, representando 16% del PIB en septiembre de 2003, mientras que, en términos generales, los depósitos mostraron una tendencia creciente, aunque a un ritmo un tanto irregular a lo largo del período en consideración. Esta circunstancia fue resultado, en parte, de los diversos canjes de CEDRO que se realizaron, hasta culminar con la completa liberalización de los depósitos del sistema financiero. En los primeros nueve meses de 2003 los depósitos totales en pesos registraron un incremento real de 13%, mientras que los depósitos a plazo en pesos, netos de la variación de CEDRO, aumentaron en términos reales 3%.

<sup>15</sup> Corresponde al promedio de saldos diarios de la BMA en septiembre de 2003 contra igual promedio en diciembre 2002. A menos que se indique lo contrario, todas las tasas de crecimiento de las variables monetarias se calculan siguiendo esta metodología.

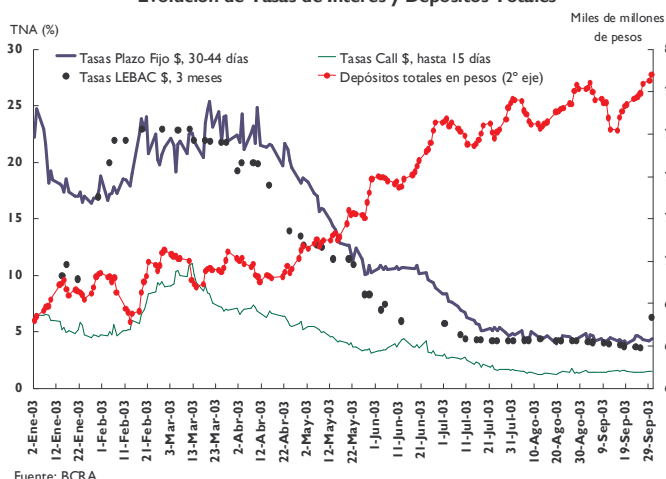
<sup>16</sup> Definida como la circulación monetaria en pesos, la cuenta corriente en pesos de las entidades financieras en BCRA, más el stock de cuasimonedas.



Como respuesta óptima a la inestabilidad observada en la velocidad de circulación, durante 2003 el sector externo fue el principal factor de expansión del dinero primario, mientras que tanto el sector público como el sector financiero actuaron como factores contractivos. Las LEBAC cumplieron satisfactoriamente su rol para convertirse en tasas de referencia de la economía. En el período analizado, se introdujeron nuevos instrumentos con mayores plazos de maduración que permitieron reducir sensiblemente el riesgo de renovación, aumentando significativamente sus volúmenes negociados en el mercado secundario.

El mercado de crédito comenzó a evidenciar signos de reactivación en el tercer trimestre. Si bien el saldo de préstamos continuó observando una variación neta negativa en la primera parte de 2003, la velocidad de la caída de algunas líneas se fue reduciendo con el avance del período, hasta que en agosto se registró el primer incremento mensual del crédito total al sector privado de los últimos tres años. Este cambio estuvo motorizado, especialmente, por los segmentos de adelantos en cuenta corriente y créditos personales. Las tasas de interés activas, si bien acompañaron la tendencia decreciente del resto de las tasas, se encuentran todavía en niveles relativamente altos.

**Gráfico VII.1**  
**Evolución de Tasas de Interés y Depósitos Totales**



## VII.2. Política Monetaria y Tasas de Interés

En un contexto de paulatina recuperación de la actividad económica, y dado el objetivo primario de consolidar la estabilidad de precios, la política monetaria del BCRA durante 2003 puede ser caracterizada por dos etapas claramente diferenciadas.

### Primer Etapa: Construyendo Credibilidad

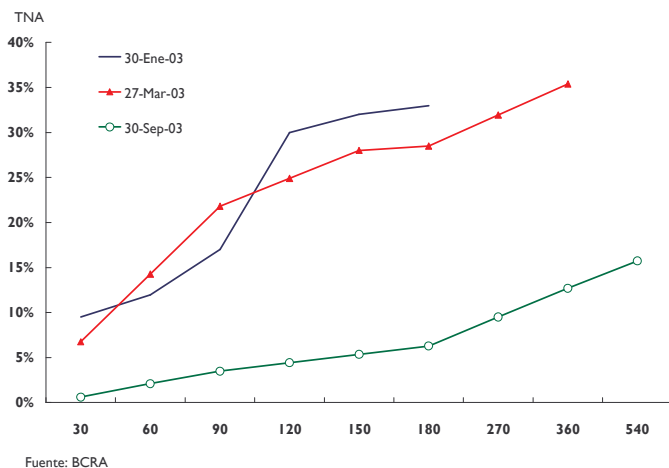
La primera etapa, que comprende el primer trimestre, y donde el objetivo intermedio inmediato era desactivar las expectativas inflacionarias que todavía persistían hacia fines de 2002, la política monetaria tuvo un sesgo relativamente contractivo. En este período, la BMA se incrementó 6% (s.e.) en términos reales, mientras que los medios de pago (M2 amplio privado) lo hicieron en 1% (s.e.). Las tasas de LEBAC de corto plazo registraron una suba importante (hasta 10 p.p. para aquellas con tres meses de maduración) entre enero y marzo, registrándose un marcado empinamiento de la estructura de tasas, que en aquel momento sólo incorporaba LEBAC con maduración de 1 a 6 meses. La tasa de *call*, que se encontraba en el orden de 6% en enero (-9% real), registró un pico de 11% en marzo (4% real; ver Gráfico VII.1).

La esterilización mediante la colocación de LEBAC y las consecuentemente altas tasas de interés tanto nominales como reales fueron importantes para señalar que el BCRA no estaba dispuesto a convalidar expectativas de aceleración inflacionaria y obtener de esta manera la cuota de credibilidad necesaria para poder aplicar posteriormente una política monetaria ágil, flexible y predecible, de vital importancia en un contexto en el que la demanda de saldos reales evidencia un comportamiento altamente volátil.

El aumento de tasas del primer trimestre tuvo mucho que ver con el pago anticipado de CEDRO, ya que la competencia entre distintas entidades por mantener a sus clientes presionó al alza a las tasas



**Gráfico VII.2**  
Tasa de corte de LEBAC en pesos



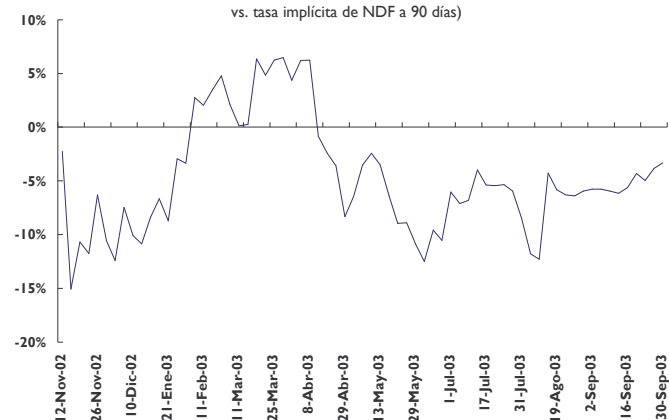
hacia un nivel que fue sostenido por la natural incertidumbre ante las elecciones nacionales y, desde fines de marzo, por el anuncio del levantamiento de las restricciones financieras. Sólo cuando la apertura del “corralón” reveló una presión sobre la liquidez menor que la esperada, las tasas comenzaron a descender, producto también de la baja de encajes instrumentada por el BCRA, en una etapa de la política monetaria en la cual se ponderó más contar con la flexibilidad necesaria para atender movimientos inesperados de la demanda de saldos reales.

### Segunda Etapa: Incorporando Flexibilidad

La segunda etapa, que comprende el segundo y tercer trimestre, se caracterizó por una política monetaria más flexible, dando lugar a una monetización acorde con el crecimiento de la economía y la evolución de las expectativas de inflación, registrándose una variación en términos reales (s.e.) de la BMA y de los medios de pago de 14% y 16%, respectivamente.

Los estadísticos relevantes para medir la credibilidad de la política monetaria dieron cuenta de los resultados satisfactorios de la estrategia del primer trimestre. El empujamiento de la estructura de rendimientos de LEBAC registrado hasta marzo dio lugar a un pronunciado aplanamiento a partir de abril (ver Gráfico VII.2), reflejando tanto un menor premio por riesgo como expectativas de menores tasas de interés reales y menores tasas de inflación (las expectativas de inflación para 2003 cayeron de 38% en diciembre de 2002 a 18% en abril de 2003), es decir que el aplanamiento de la estructura de tasas reflejó el incremento en la confianza del mercado en relación al manejo de la política monetaria. Asimismo, el diferencial de rendimiento de una LEBAC con respecto a un contrato a futuro de dólares (*non deliverable forward*, NDF) de similar maduración evidenció una abrupta caída. Si se toma como ejemplo una LEBAC de 3 meses, este diferencial era de 6p.p. en marzo, pasando a -6p.p. en septiembre, desalentando de este modo el ingreso de capitales golondrina (ver Gráfico VII.3).

**Gráfico VII.3**  
Rendimiento de LEBAC en pesos vs. Mercado de NDF  
(Spread TNA de corte de LEBAC en pesos a 90 días  
vs. tasa implícita de NDF a 90 días)

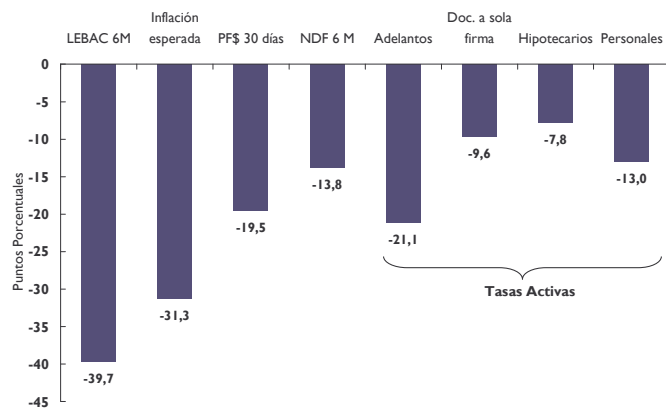


A partir del segundo trimestre las tasas de LEBAC comenzaron a descender paulatinamente en todos los segmentos de la curva. La evolución de las tasas de LEBAC registró sin embargo un derrame un tanto irregular sobre el resto de las tasas. La tasa de *call*, luego del pico de 11% (4% real) registrado en marzo, comenzó a descender en forma sostenida hasta alcanzar en agosto un mínimo histórico de 1% (tanto en términos nominales como reales) y mantenerse estable alrededor de este nivel. Entre mayo y agosto se produjo una reducción muy marcada de las tasas de interés, que llevó a que la diferencia entre rendimientos de colocaciones a plazo y a la vista se redujera sensiblemente. Las tasas de interés nominales por colocaciones a plazo de entre 30 y 44 días en pesos pasaron de niveles de 17% en enero a un pico de casi 28% hacia fines de marzo, para luego volver a ubicarse alrededor de 18% a fines de abril y descender hasta 4,3% al finalizar septiembre.

Dada la notable estabilidad de precios verificada en 2003, la reducción de las tasas de interés pasivas nominales se tradujo en caídas similares en las correspondientes tasas de interés reales, afectando las decisiones intertemporales de consumo tal como se verifica de la evolución del nivel de actividad. No sólo las tasas de interés han registrado una tendencia declinante sino también su volatilidad, que ha disminuído de 2% a fines de febrero a 0,3% en



**Gráfico VII.4**  
**Variaciones de las Tasas de Interés**  
(Dic-02 / Sep-03)



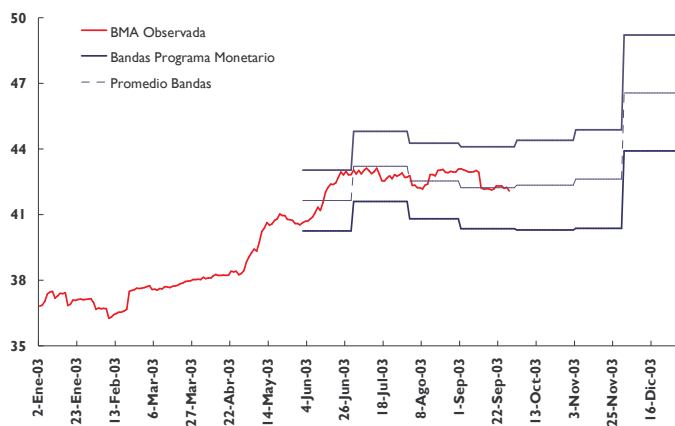
Fuente: BCRA

**Cuadro VII.1**  
**Proyección de agregados monetarios seleccionados**

<b>BMA</b>		1 Sem	III Trim	IV Trim
Nivel (miles de millones de \$)	<b>Banda Superior</b>	43,0	44,1	49,2
	<b>Banda Inferior</b>	40,3	40,3	43,9
Variación (%)		17,4	20,3	34,3
		9,8	10,1	19,8
<b>M2</b>		1 Sem	III Trim	IV Trim
Nivel (miles de millones de \$)	<b>Banda Superior</b>	53,2	55,1	60,8
	<b>Banda Inferior</b>	50,2	50,6	54,2
Relación M2/PIB (%)		14,3	15,1	15,6
		13,5	13,5	12,8
Variación en términos del PIB (p.p.)		0,3	0,8	0,5
		-0,5	-0,1	-0,7
<b>M3</b>		1 Sem	III Trim	IV Trim
Nivel (miles de millones de \$)	<b>Banda Superior</b>	107,9	112,8	121,7
	<b>Banda Inferior</b>	104,7	107,0	112,6
Relación M3/PIB (%)		29,1	30,9	31,3
		28,2	28,5	26,5
Variación en términos del PIB (p.p.)		0,6	1,9	0,3
		-0,3	0,3	-1,9

Fuente: BCRA

**Gráfico VII.5**  
**Base Monetaria Amplia**  
En miles de millones de pesos



Fuente: BCRA

septiembre, registrándose asimismo una disminución importante de la dispersión de tasas entre las entidades financieras.

El comportamiento general de las tasas de interés activas difirió del registrado para el costo del dinero (ver Gráfico VII.4), observando cierto rezago en la velocidad de ajuste hacia menores niveles relativos. En este contexto, la tasa por adelantos en cuenta corriente (uno de los segmentos que registra la mayor cantidad de operaciones), por caso, descendió desde 50% a fin del año pasado hasta 46% en mayo y 32% en septiembre. La disparidad en la evolución relativa de tasas de interés activas y pasivas es un hecho que ha sido observado en episodios de crisis anteriores.

Las mejores perspectivas de la economía se tradujeron en una mayor demanda de saldos reales que obligó al BCRA a revisar en junio su Programa Monetario para 2003.

Los cambios generados por la crisis han hecho que los mecanismos de transmisión usuales de la política monetaria estén operando de manera limitada. En particular, el canal del crédito, que suele ser muy potente para transmitir las decisiones sobre la tasa de interés al nivel de actividad, está muy afectado por el reducido otorgamiento de préstamos. La dificultad de hacer pronósticos no se circunscribe a los agregados monetarios, sino que se extiende a diversas variables macroeconómicas clave, como el nivel de actividad, los precios relativos y la inflación. La magnitud de los cambios en los precios relativos generados por la salida de la Convertibilidad hace difícil distinguir las variaciones en los precios relativos de las observadas en el nivel general de precios.

En este sentido, y ante la dificultad de proyectar la demanda de dinero (dados los problemas existentes para estimar las elasticidades de demanda de saldos reales respecto a la tasa de interés y el ingreso), se consideró adecuado proyectar intervalos dentro de los cuales se esperaba que las diversas variables monetarias se encontraran en el presente año. Dada la información disponible a junio, estas bandas para los agregados monetarios eran consistentes con un rango de inflación para 2003 que iba de 5% a 15%, aunque el balance de riesgos indicaba una marcada asimetría, con una inflación esperada cercana al límite inferior del rango.

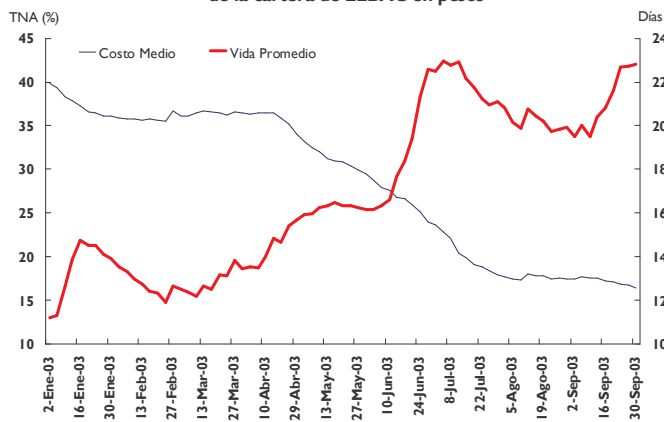
Asumiendo un escenario de expectativas de inflación y tasas de interés descendentes, continua normalización del sistema financiero y del mercado de cambios, y también considerando distintas trayectorias probables para el PIB real y el incremento general de precios, se obtuvo un conjunto de senderos consistentes para los agregados monetarios relevantes (ver Cuadro VII.1).

Desde que se implementó la revisión del Programa, tanto la BMA como los medios de pago han evolucionado de acuerdo a lo previsto (ver Gráfico VII.5), encontrándose a fines de septiembre el M2 y el M3 amplios, en relación al PIB (todas las variables desestacionalizadas) en 16% y 28%, respectivamente.

Es importante resaltar el mecanismo de transmisión de las decisiones de política monetaria al nivel de actividad. Típicamente, una política monetaria expansiva reduce tanto la tasa de interés nominal como la real de corto plazo, afectando las tasas de interés de largo plazo de manera ambigua en función de cómo esta política afecte las expectativas de inflación. En el caso de la política



**Gráfico VII.6**  
**Costo Medio y Vida Promedio**  
**de la cartera de LEBAC en pesos**



Fuente: BCRA

monetaria seguida por el BCRA durante 2003, la caída de la tasa de interés real a partir del segundo trimestre se debió al cambio producido en las expectativas como consecuencia del sesgo restrictivo del primer trimestre. No sólo se redujeron las expectativas de inflación, reducción que fue acomodada por el BCRA para evitar una suba innecesaria de la tasa de interés real, sino que también, una vez recompuesta en parte la pérdida de riqueza real generada por la devaluación, se redujo sensiblemente la prima de riesgo exigida por los individuos para mantener depósitos en moneda doméstica, impactando consecuentemente en las tasas reales de interés y favoreciendo la reactivación del nivel de actividad, principalmente a través del consumo.

### LEBAC: El instrumento de regulación monetaria

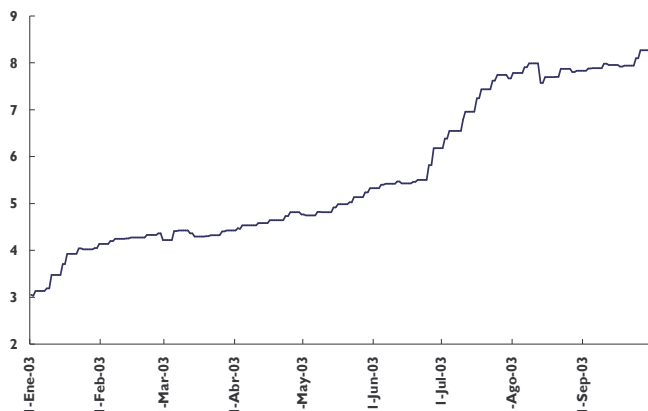
Actualmente existen cuatro factores que pueden incidir sobre la oferta de dinero: el otorgamiento de crédito interno (tanto al sistema financiero como al sector público) las intervenciones en el mercado de cambios, la emisión de LEBAC (que permite aumentar o reducir el stock de dinero primario mediante variaciones en el crédito otorgado por el resto de la economía al BCRA) y la política de encajes.

En relación a las LEBAC, es notorio el vigoroso desarrollo de este mercado, ya que con bastante rapidez estos instrumentos se convirtieron en una alternativa de inversión en la moneda doméstica, y si bien el Banco Central debió pagar tasas elevadas al comienzo, éstas comenzaron a descender rápidamente a partir de septiembre de 2002, cuando se detuvo la caída de depósitos. La tasa de corte de las licitaciones de LEBAC se consolidó como una tasa de referencia en los mercados financieros y su dinámica comenzó a liderar los movimientos del resto de las tasas de interés, como la tasa interbancaria y la tasa de depósitos a plazo fijo (ver Gráfico VII.1). Por ello, la tasa de LEBAC es actualmente un instrumento efectivo de la política monetaria, mediante el cual el Banco Central puede incidir sobre otras tasas de la economía y por esa vía sobre la actividad económica y la tasa de inflación. La extensión de los plazos de las LEBAC y la introducción de instrumentos de mediano plazo indexados amplió la capacidad de incidir sobre la liquidez de los mercados financieros reduciendo para el BCRA el riesgo de renovación y generando información sobre las expectativas del público acerca de la evolución futura de la inflación, del tipo de cambio y de la política monetaria (ver Gráfico VII.6). En tanto, la liquidez del instrumento en el mercado secundario se ha ido consolidando paulatinamente, registrándose en septiembre un monto promedio diario operado de \$80 millones. Actualmente, y luego de incrementarse fuertemente en julio (ver Gráfico VII.7), el stock de LEBAC en pesos asciende a \$8.264 millones, de los cuales el 14% corresponde a instrumentos indexados y aproximadamente el 60% del stock total tiene una maduración remanente de más de seis meses.

### Política de Liquidez

A lo largo de este año, el sistema financiero agregado continuó incrementando su tenencia relativa de activos líquidos, tal como se venía observando desde el segundo semestre del año anterior (ver Gráfico VII.8). Diversos factores explicaron este comportamiento, entre los que se destacan la lenta reactivación del crédito, incertidumbre respecto de eventuales fallos judiciales a favor de

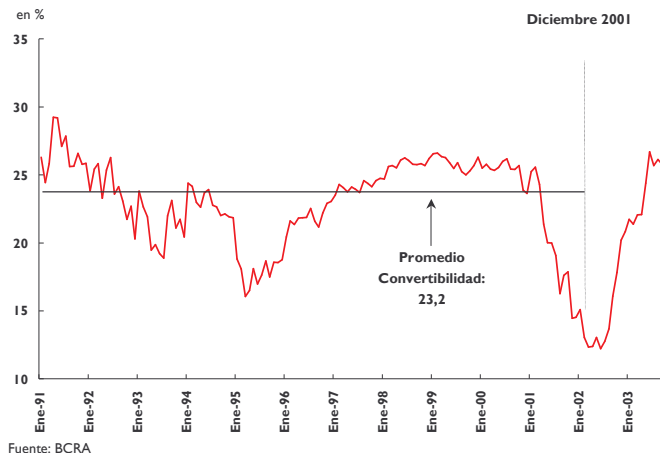
**Gráfico VII.7**  
**Evolución del stock de LEBAC en pesos**  
En miles de millones de pesos de valor nominal



Fuente: BCRA



**Gráfico VII.8**  
**Liquidez / Depósitos**  
Promedios mensuales



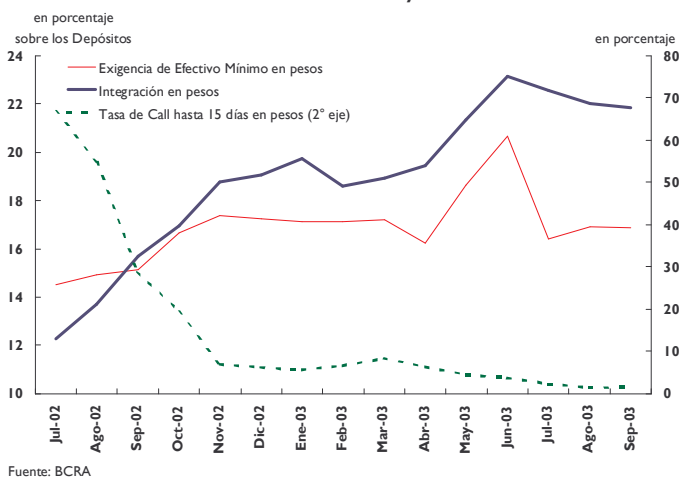
una “redolarización” de depósitos, y una coyuntura de transición tendiente a normalizar el funcionamiento del sistema financiero, poniendo un fin al conjunto de restricciones que todavía operaban respecto al acceso libre a los depósitos.

El BCRA tomó en consecuencia una serie de medidas referidas al régimen prudencial de liquidez vigente con el objetivo tanto de eliminar potenciales distorsiones, como así también de promover un escenario más adecuado para enfrentar satisfactoriamente una nueva etapa en el proceso del levantamiento de restricciones que aún eran efectivas sobre las colocaciones a plazo, propendiendo, al mismo tiempo, a la reactivación del crédito. Cabe remarcar que los cambios en el nivel de los coeficientes de exigencia ayudaron particularmente a descomprimir de manera significativa un contexto de presión sobre las tasas de interés pasivas.

En términos de los principales cambios normativos se debe mencionar, en primer lugar, que en marzo se modificó la metodología de cálculo de los regímenes de efectivo mínimo y de aplicación de recursos<sup>17</sup>, estableciéndose exigencias diferenciales según el plazo residual del depósito (en reemplazo del plazo contractual) y a los CEDRO se les pasó a aplicar un coeficiente similar al de un depósito de idéntico vencimiento<sup>18</sup>. En segundo lugar, los coeficientes de exigencia fueron disminuidos en abril, a la vez que se determinó una posición conjunta para el período abril-mayo<sup>19</sup>.

Frente a las mayores necesidades de liquidez que enfrentarían las entidades financieras durante julio, se volvió a disponer una reducción de los requerimientos de liquidez que implicó una baja de 5 puntos de exigencia.

**Gráfico VII.9**  
**Posición de Efectivo Mínimo y Tasa de Call**



Los cambios mencionados respecto a las exigencias legales de reserva (dada la tenencia de activos líquidos) contribuyeron a que la posición de liquidez del sistema financiero se incrementara significativamente (ver Gráfico VII.9).

En perspectiva, se puede observar que la liquidez sistémica actualmente ha alcanzado un nivel comparable al registrado entre mediados de 1996 y principios de 2001, y mayor aún al promedio registrado durante la vigencia del régimen de convertibilidad (ver Gráfico VII.8). Sin embargo, la comparación con momentos anteriores en el tiempo no debe ocultar que los ratios deben ser interpretados de maneras diferentes. En particular, en el caso del período posterior al efecto Tequila existió una política oficial de fortalecimiento de la liquidez sistémica, como salvaguarda del sector financiero en un régimen monetario con ausencia de prestamista de última instancia. En tanto que en la situación actual, tal como se mencionó, el incremento de la liquidez agregada del sector ha recogido, fundamentalmente, el efecto del comportamiento de las entidades que han estado operando en un contexto de transición luego de la profunda crisis bancaria.

<sup>17</sup> A través de la comunicación “A” 3905.

<sup>18</sup> Por ejemplo, si un cliente con un CEDRO de hasta \$42.000 hubiera aceptado la liberación, aunque no retirara sus fondos y los depositara a un plazo de 30 días o los dejara en un depósito a la vista, habría aumentado la exigencia de efectivo mínimo y aplicación de recursos de la entidad por la diferencia entre los distintos coeficientes de encaje (bajo el régimen anterior). Igual consideración hubieran merecido los depósitos reprogramados superiores a \$42.000 por los que podían realizarse colocaciones a plazos de 90 días o 120 días según el depósito reprogramado original sea menor o mayor a \$100.000 respectivamente.

<sup>19</sup> Comunicación “A” 3917.



## Factores de Expansión de la BMA

La instrumentación de la política monetaria fue un factor crítico para influir en el proceso de consolidación de la credibilidad en su manejo, redundando en una acumulación de reservas internacionales por intervención cambiaria de US\$4.200 millones, mientras que como consecuencia de la ausencia de dominancia fiscal y financiera, en los tres primeros trimestres de 2003 tanto el sector público como el sector financiero fueron factores contractivos de la BMA.

Durante los primeros nueve meses de 2003, la BMA se expandió en términos nominales (s.e.) 24% (\$8.400 millones), mientras que la variación en términos reales (s.e.) fue de 21% (\$7.300 millones). Desde el punto de vista de los usos de la misma, el incremento real de la BMA (s.e.) se descompone en un aumento de 24% (\$5.100 millones) de la circulación monetaria amplia (definida como la circulación monetaria más el 60% del stock de cuasimonedas), y otro de 17% (\$2.200 millones) de las reservas bancarias (incluyendo cuenta corriente de las entidades financieras en el BCRA y 40% del stock de cuasimonedas).

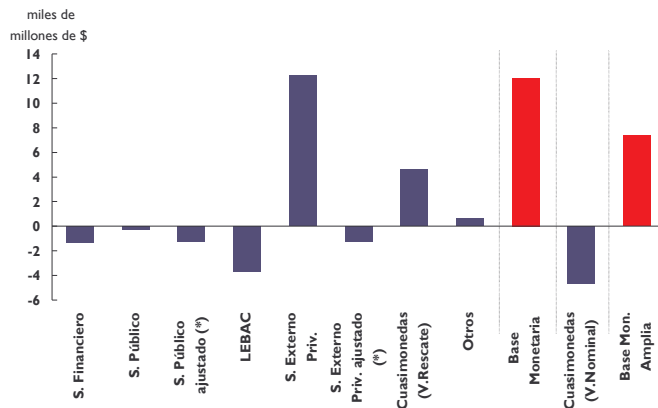
Con respecto a los factores de expansión monetaria<sup>20</sup> (ver Gráfico VII.10 y Cuadro VII.2), el más relevante resultó ser el saldo de operaciones externas del BCRA con el sector privado, implicando una compra de reservas internacionales equivalente a \$12.200 millones. La adquisición de divisas como factor de expansión de dinero primario tuvo un peso decreciente durante los primeros cuatro meses del año como consecuencia de la flexibilización de una serie de controles aplicados sobre el mercado de cambios en 2002. Sin embargo, a partir de mayo, las operaciones externas del BCRA con el sector privado volvieron a mostrar un volumen importante, dado los objetivos de política de reducir la innecesaria volatilidad del tipo de cambio, reforzar las reservas internacionales del BCRA, y proveer a la economía de los medios de pago necesarios en un contexto de recuperación económica como el registrado a lo largo del presente año. En tanto, la emisión de LEBAC conllevó una contracción monetaria de \$3.700 millones aproximadamente.

En tanto, las operaciones de la autoridad monetaria con el sector público presentaron un efecto monetario muy reducido, ya que los adelantos otorgados al Tesoro y el uso de la cuenta del Gobierno en el BCRA fueron destinados a pagos al exterior, resultando en una contracción monetaria de \$284 millones, la cual se amplía a \$1.239 millones si se ajustan las operaciones del sector público por la compra de divisas en el mercado cambiario. El sector financiero también registró un efecto monetario contractivo de aproximadamente \$1.300 millones como consecuencia de la cancelación, por parte de las entidades financieras, de los redescuentos recibidos (tanto en concepto de capital como de intereses).

## Implicancias Monetarias de los Acuerdos con el FMI

En el marco del acuerdo suscripto con el FMI en enero de 2003, se fijaron tres metas monetarias de periodicidad bimestral, dos de las cuales fueron de carácter exigible y la tercera fue sólo indicativa.

Gráfico VII.10

Base Monetaria y Factores de Explicación  
(variaciones promedio: Enero-Septiembre 2003)

(\*) Ajustado por compras de divisas del sector público.  
Fuente: BCRA

Cuadro VII.2

## Base Monetaria Amplia y Factores de Explicación

Enero-Septiembre 2003 En millones de pesos	Flujo Promedio		
	Nominal	% Nominal	% Real
<b>Base Monetaria Amplia</b>	<b>7.360</b>	<b>21,0%</b>	<b>18,0%</b>
Cuasimonedas <sup>(1)</sup>	-4.697	-63,1%	-64,0%
<b>Base Monetaria</b>	<b>12.057</b>	<b>43,6%</b>	<b>40,0%</b>
Circulación Monetaria	7.794	43,9%	40,3%
En poder del Público	7.264	47,0%	43,4%
En Entidades Financieras	530	22,8%	19,8%
Cuenta Corriente en el BCRA	4.263	43,0%	39,5%
<b>Factores de Variación de la Base Monetaria Amplia<sup>(2)</sup></b>			
Sector Financiero	-1.341	-3,8%	
Sector Público	-301	-0,9%	
Adelantos Transitorios + Transferencias de utilidades	9.811	27,9%	
Utilización de la Cuenta del Gobierno Nacional	-2.965	-8,4%	
Crédito Externo	-7.146	-20,4%	
Sector Externo Privado	12.238	34,8%	
LEBAC	-3.713	-10,6%	
Diferencia entre VR y VN de Cuasimonedas <sup>(3)</sup>	-118	-0,3%	
Otros	595	1,7%	

(1) Incluye la caída de cuasimonedas no rescatas pendientes de canje por títulos escriturales sin poder cancelatorio.

(2) Los porcentajes de variación corresponden a la incidencia de la variación de cada factor sobre la variación de la Base Monetaria Amplia.

(3) VR equivale a Valor de Rescate y VN a Valor Nominal.

Fuente: BCRA

<sup>20</sup> Los factores de expansión están aplicados a las variaciones nominales de la BMA con estacionalidad.



**Cuadro VII.3**  
Acuerdo con el FMI: Enero-Junio 2003

Mes	Concepto	Activos internos netos (AIN) (\$)	Reservas internacionales netas (RIN) (US\$)	Base Monetaria amplia (BMA) (indicativa) (\$)
Enero	Observado	53.526	-4.341	36.813
	Meta	57.797	-5.337	37.250
	Diferencia (Obs-Meta)	-4.271	996	-437
Marzo	Observado	52.066	-3.656	37.991
	Meta	57.585	-5.178	37.650
	Diferencia (Obs-Meta)	-5.519	1.522	341
Mayo	Observado	51.146	-2.655	40.922
	Meta	58.825	-5.617	37.200
	Diferencia (Obs-Meta)	-7.679	2.961	3.722
Junio	Observado	49.765	-1.821	42.794
	Meta	56.534	-4.188	40.400
	Diferencia (Obs-Meta)	-6.769	2.367	2.394

Nota: en AIN y Base Monetaria, el signo negativo (-) indica sobrecumplimiento; en RIN, el signo positivo (+) indica sobrecumplimiento.

Fuente: BCRA

**Cuadro VII.4**  
Metas Monetarias del Acuerdo con el FMI

Mes	Activos Internos Netos (AIN) millones de \$	Reservas Internacionales Netas (RIN) millones de US\$	Base Monetaria Amplia (BMA) -indicativa- millones de \$
<b>Octubre 2003</b>	57.616	-4.590	44.305
<b>Diciembre 2003</b>	60.530	-4.400	47.770
<b>Marzo 2004</b>	58.875	-4.350	46.260
<b>Junio 2004*</b>	59.470	-3.500	49.320
<b>Septiembre 2004*</b>	59.195	-3.300	49.625
<b>Diciembre 2004*</b>	60.765	-2.400	53.805

\*Para estas fechas todas las metas son indicativas

Fuente: BCRA

Las primeras establecieron un nivel mínimo de reservas internacionales netas (RIN, reservas internacionales brutas del BCRA menos los pasivos que éste mantiene con el FMI) y otro máximo de activos internos netos (AIN, base monetaria amplia menos las RIN) mientras que la última estuvo referida a un nivel máximo de la BMA<sup>21</sup>.

Las metas monetarias exigibles fueron ampliamente sobrecumplidas durante el período de vigencia del acuerdo, entre enero y junio de 2003 (ver Cuadro VII.3).

Por su parte, la meta monetaria indicativa fue alcanzada en enero y febrero, pero a partir de marzo la expansión de la base monetaria excedió el límite superior. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que el objetivo acordado originalmente implicaba una contracción de la oferta de base monetaria en términos reales que no tuvo correspondencia con la evolución de la demanda. Un cumplimiento estricto de este límite superior, en un marco de expectativas de inflación decrecientes con respecto a la estimada al momento de fijación de la meta, podría haber entrado en colisión con las necesidades de la economía real, que en el primer trimestre experimentó una significativa aceleración en su ritmo de recuperación.

En el Acuerdo Stand-by por tres años firmado en septiembre con el FMI también se fijaron metas cuantitativas para el sector monetario a cumplir por el BCRA. Estas metas consisten en un criterio de desempeño para RIN y AIN, junto con una meta indicativa sobre la BMA (ver Cuadro VII.4).

Las RIN siguen teniendo una meta que opera como “piso”, aunque en esta oportunidad se miden como las reservas internacionales del BCRA menos sus pasivos en moneda extranjera con madurez menor al año, incluyendo los pasivos con el FMI y la posición neta de derivados. Por su parte, la meta de activos internos netos (medida igual que en el acuerdo anterior) limita la expansión monetaria por este motivo a un nivel máximo.

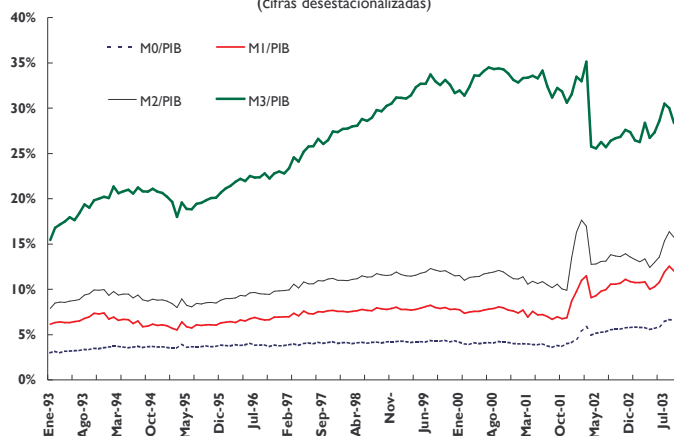
La BMA es una meta sólo de carácter indicativo. La trayectoria fijada para este agregado es consistente con la proyectada en el Programa Monetario presentado a mediados de año. Esto significa que la BMA se mantendrá dentro de las bandas explicitadas en dicho programa.

### VII.3. Agregados Monetarios

La implementación de la política del BCRA se basó en establecer metas para los agregados monetarios. Este arreglo respondió al hecho de que no estaban dadas aún las condiciones para la ejecución de una política de Metas de Inflación.

No obstante, como ya se señaló, se enfrentan serias dificultades para poder evaluar y cuantificar los efectos de las decisiones de política sobre los agregados monetarios. Esto debido, principalmente, tanto a la inestabilidad que aquellos evidencian en el actual contexto de salida de una crisis bancaria y cambiaria de importante magnitud, como a los cambios estructurales que

**Gráfico VII.11**  
Agregados Monetarios en términos del PIB  
(cifras desestacionalizadas)



Fuente: BCRA

<sup>21</sup> El nivel de las variables sujetas al cumplimiento de estas metas se mide teniendo en cuenta un promedio simple de 21 días que incluye los 10 días hábiles anteriores y posteriores a la fecha bajo consideración.



indujeron el abandono de la Convertibilidad y la posterior flotación del peso. En particular (ver Gráfico VII.11), los principales agregados monetarios en términos del PIB<sup>22</sup> (una aproximación a la inversa de velocidad de circulación del dinero) han tenido un comportamiento bastante irregular a partir del inicio de la crisis de 2001-2002.

Por su parte, en los primeros nueve meses de 2003 la evolución de los principales agregados monetarios se encuentra en línea con las proyecciones realizadas por el BCRA, incorporadas en el Programa Monetario. En particular, el M2 (una medida de la oferta de medios de pago) representa actualmente 16%<sup>23</sup> del PIB. Este agregado viene mostrando una tendencia ascendente consistente con una tasa de inflación cada día más baja y estable. Por otra parte, si se observa el comportamiento del M3, el cual incorpora en parte las decisiones de ahorro de la economía, se puede ver que el mismo ronda 28% del PIB, evidenciando todavía cierto espacio de recuperación en relación a la tendencia de largo plazo.

A continuación se incluye un análisis de la evolución de los distintos componentes de los agregados monetarios, con especial énfasis en la evolución de los depósitos transaccionales y a plazo.

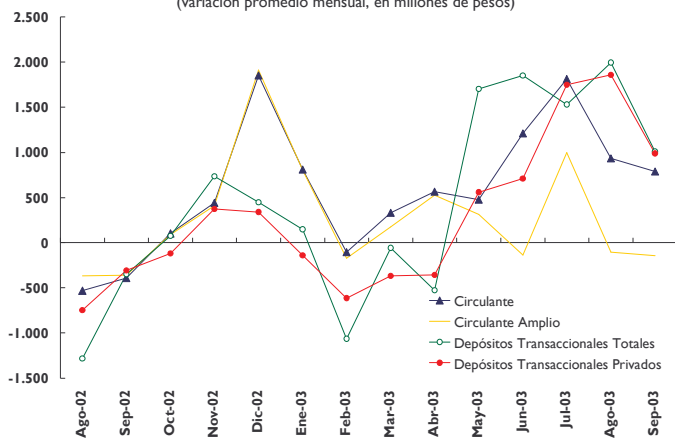
### Medios de pago

Los medios de pago del sector privado en pesos (M2 amplio en pesos) se expandieron en moneda corriente aproximadamente \$7.800 millones (18%) en el período bajo consideración, implicando un incremento en términos reales de 16%<sup>24</sup>. En términos de la evolución de sus componentes, se destaca, en primer lugar, el crecimiento del circulante amplio en poder del público, exhibiendo una variación de casi \$4.400 millones (22%), seguido por el incremento del saldo promedio de los depósitos privados a la vista de \$3.400 millones (15%). Por su parte, observando la evolución de los depósitos a la vista totales en pesos, se encuentra un desempeño aún más favorable producto de la evolución de la recaudación impositiva (ver Gráfico VII.12).

El comportamiento de los medios de pago no fue homogéneo a lo largo del período bajo análisis. Durante los primeros cuatro meses del año estos exhibieron una moderada expansión (del orden de 2%) mientras que desde mayo en adelante se observó una aceleración de su ritmo de expansión (acumulando una variación de 16%). En parte, esta particular evolución, se explica por el patrón estacional de las colocaciones relacionadas con necesidades transaccionales. Por otro lado, se advierte a partir de julio que los fondos correspondientes a vencimientos de depósitos a plazo fijo, concertados como parte de la liberación definitiva de las restricciones financieras, tendieron a volcarse a depósitos a la vista.

La composición de los medios de pago privados también fue mostrando cambios significativos a lo largo de los primeros nueve meses de 2003. Durante la primera mitad del año, el circulante

**Gráfico VII.12**  
Medios de pago en términos reales  
(variación promedio mensual, en millones de pesos)



Fuente: BCRA

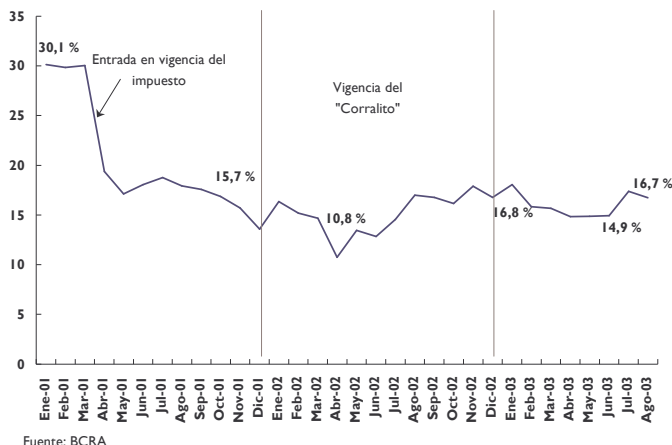
<sup>22</sup> Los agregados monetarios se definen como sigue. M0: billetes y monedas, más 60% de cuasimonedas. M1: M0 más cuentas corrientes (en pesos y dólares), netas de FUCO. M2: M1 más cajas de ahorro en pesos, cajas de ahorro en dólares (50% de su saldo). M3: M2 (con caja de ahorro en dólares al 100% de su saldo) más depósitos a plazo fijo (pesos y dólares), incluyendo CEDRO con CER. En general se incluyen todos los sectores salvo aclaración en particular. El M2 se computa con las cajas de ahorro en dólares al 50% de su saldo ya que se considera que sólo dicha fracción corresponde a necesidades transaccionales propiamente dichas.

<sup>23</sup> Desestacionalizados, tanto en el caso del M2/PIB como del M3/PIB.

<sup>24</sup> Excepto indicación en particular, las variaciones en términos reales se calculan a precios de diciembre de 2002, en base al IPC.



**Gráfico VII.13**  
**Débitos en Cuenta Corriente**  
En % del PIB



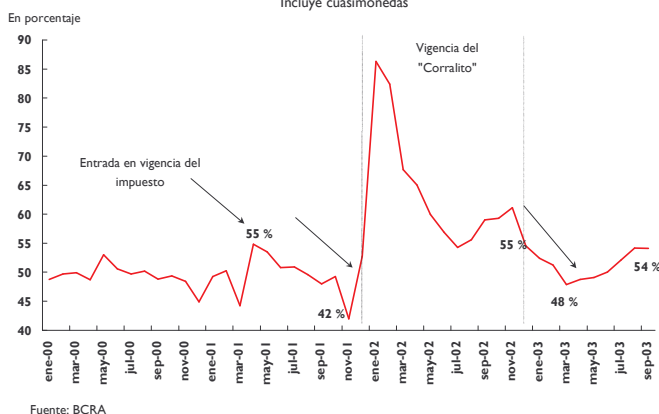
amplio<sup>25</sup> en poder del público se incrementó en mayor cuantía que las colocaciones a la vista<sup>26</sup>, continuando así la tendencia que se ha observado desde el último año. Este comportamiento, se estima, ha recogido los efectos del aumento de las actividades informales (intensivas en el uso de efectivo) en un contexto de recuperación económica y de cierta tendencia del público a evitar las transacciones bancarias. Este último punto, debe ser considerado en el marco tanto de la aplicación de las restricciones sobre operaciones en cuentas bancarias (definitivamente levantadas desde mayo de 2003) como del Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias (IDCCB).

El IDCCB ha ejercido una influencia significativa sobre el comportamiento de los agentes económicos, afectando así el nivel de bancarización y alentando la economía informal. En particular, durante el primer año de vigencia de este impuesto (desde abril de 2001), el monto total de débitos en términos del PIB disminuyó a un tercio del nivel observado previo a su aplicación, representando actualmente la mitad de dicho valor (ver Gráfico VII.13). Por su parte, la relación de depósitos en cuenta corriente a circulante amplio ha observado (aislando el período de vigencia del "corralito") una identificable tendencia descendente desde la entrada en vigencia de dicho tributo (ver Gráfico VII.14).

Otras dos variables relevantes que captan los efectos de este impuesto son la cantidad y monto promedio de cheques. En este sentido, la cantidad de cheques emitidos y compensados se redujo aproximadamente 33% si se compara los primeros ocho meses de 2003 contra el mismo período en 2002. Por último, el monto promedio en moneda homogénea del cheque compensado aumentó casi 30% en los primeros ocho meses de 2003 (evolución consistente con un menor uso relativo de este instrumento por parte de empresas pequeñas y medianas).

Para finalizar esta sección, cabe acotar que en el marco de la tendencia general a favor del circulante amplio y en detrimento de los depósitos a la vista, se observó cierta reversión coyuntural a partir de julio<sup>27</sup>, lo cual ha estado vinculado, fundamentalmente, con el proceso de rescate de cuasimonedas. En efecto, se ha observado que un monto significativo de las cuasimonedas rescatadas se mantuvo como depósitos a la vista, aumentando su participación en el total de medios de pago (ver Apartado 1).

**Gráfico VII.14**  
**Relación Cuenta Corriente / Circulante**  
Incluye cuasimonedas



<sup>25</sup> Esto es, incluyendo el 60% de las cuasimonedas.

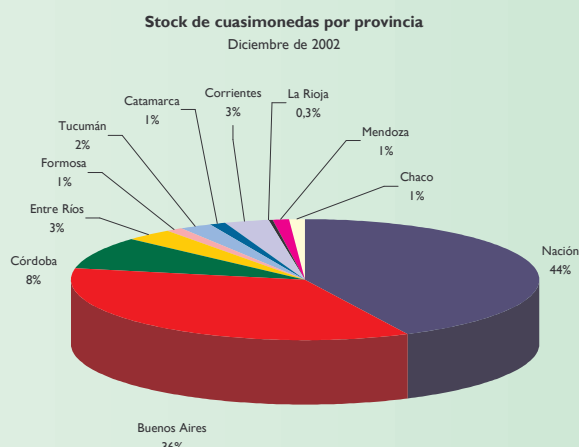
<sup>26</sup> Debido a que sólo una porción del stock de cuasimonedas se mantiene en circulación, corresponde aclarar que la conclusión antes vertida es independiente de la estimación que se realice respecto de qué porcentaje del stock de estos bonos forme parte del circulante en definición amplia.

<sup>27</sup> Si bien la variación acumulada promedio entre enero y julio aún es mayor para el circulante amplio que para los depósitos a la vista, en julio ya se advierte un mayor crecimiento de los segundos respecto de los primeros.



## Apartado 1. El Programa de Unificación Monetaria

La emisión de bonos provinciales con funciones monetarias (denominados genéricamente “cuasimonedas”) se generalizó desde mediados de 2001, a medida que se profundizó la crisis que desembocó en la salida del Plan de Convertibilidad. Si bien hubo períodos durante las décadas de 1980 y 1990 en que varias provincias emitieron bonos con dichas características, fue sólo a partir de 2001 que tales emisiones alcanzaron una magnitud significativa a nivel nacional: el stock de cuasimonedas pasó de alrededor de \$600 millones a mediados de dicho año a más de \$7.500 a fines de 2002. El mismo Estado Nacional llegó a emitir un bono con funciones monetarias para cancelar deudas por coparticipación de impuestos con las provincias. La circulación de estos nuevos medios de pago llegó en algunos casos a extenderse más allá de la jurisdicción de la provincia emisora, llegando a observarse situaciones en que hasta dos cuasimonedas convivían con la moneda nacional. En el gráfico siguiente se detalla el stock de cuasimonedas por emisor a diciembre de 2002.



Desde el punto de vista conceptual, la emisión de bonos utilizados como medios de pago llevó a la necesidad de ampliar la definición de circulante en poder del público utilizada hasta entonces. En este sentido, se comenzó a computar no sólo la cantidad de billetes y monedas de circulación nacional, sino también el stock de cuasimonedas. Cabe destacar, sin embargo, que esta medida de circulante amplio en pesos tiende a sobrestimar la verdadera masa de recursos en circulación, ya que no todas las cuasimonedas se mantenían con ese carácter.

En términos de ejercicio de la política económica, y dadas las características antes mencionadas de esta situación, recobrar la emisión centralizada de moneda se tornó un punto muy importante entre los requisitos para normalizar el sistema monetario y financiero. En este sentido, en mayo de 2003 comenzó el rescate de cuasimonedas provinciales, dentro del Programa de Unificación Monetaria (PUM)<sup>28</sup>. A través de este programa (que abarca títulos de deuda de las provincias de Buenos Aires, Catamarca, Córdoba, Corrientes, Chaco, Entre Ríos, Formosa, La Rioja, Mendoza, Tucumán y los LECOP), el Gobierno Nacional está facultado a emitir bonos (BODEN) por hasta \$ 7.800 millones en valor nominal, contra los cuales se emite moneda nacional para reemplazar a las cuasimonedas en circulación. Existen dos series de bonos a ser emitidos: Bonos Optativos del Gobierno Nacional 2011 (a una tasa de 2% anual), por hasta \$6.800 millones y Bonos Optativos del Gobierno Nacional 2013 (a la misma tasa que los anteriores) por hasta \$1.000 millones (esta última emisión está destinada a provincias que hayan emitido hasta \$300 millones). El capital de tales bonos será actualizado por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER). Los bonos con vencimiento en 2011 se amortizarán en 84 cuotas mensuales iguales, y los que vencen en 2013, en 96 cuotas.

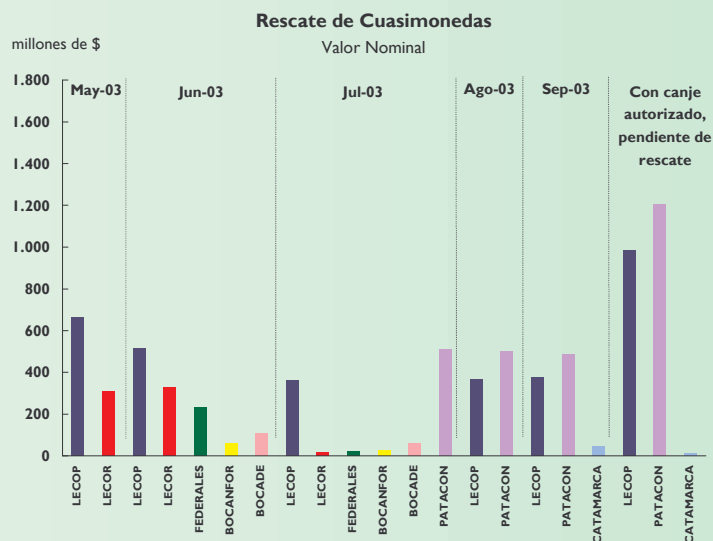
El rescate de los bonos usados con funciones monetarias se realiza a través de dos mecanismos: la licitación pública, llevada a cabo por el BCRA por cuenta y orden del Ministerio de Economía, reconociendo el valor de mercado de los bonos provinciales; y el rescate directo, en los casos en que el valor de mercado de la cuasimoneda sea similar al nominal.

<sup>28</sup> Instrumentado a través de los decretos del Poder Ejecutivo Nacional 743/2003, 957/2003 y sus modificatorios, luego ratificados por la ley 25.736. Dicha ley, entre otros puntos, establece que el BCRA –a los fines exclusivos de la implementación del mencionado programa– podrá recibir y contabilizar a valor nominal bonos del Estado Nacional por un monto de hasta \$7.800 millones.



A través de la comunicación “A” 3945, el BCRA reglamentó los mecanismos mencionados. La participación en la licitación se debe realizar a través del depósito en una entidad financiera, disponiéndose para la misma cinco tramos: competitivo, no competitivo, especial (bonos correspondientes al Sector Público), minorista (tenencias de hasta \$500) y minorista especial (empleados públicos y jubilados). El tramo competitivo, el especial y el minorista reciben el precio único determinado en la licitación, el no competitivo el 95% de ese precio, y el minorista especial efectúa el canje a valor nominal (que no exceda el equivalente al último pago recibido en bonos). Las ofertas deberán ser realizadas por los tenedores de bonos a través de las entidades financieras que registren su custodia, las que deberán entregar los bonos al Banco Agente (aquel designado por cada emisor como agente financiero).

Entre mayo y septiembre de 2003, la ejecución del PUM significó el retiro de circulación de cuasimonedas por un monto de aproximadamente \$5.000 millones, correspondientes a emisiones de las provincias de Buenos Aires, Catamarca, Córdoba, Entre Ríos, Formosa, Tucumán y de la Nación sin impacto visible en los índices de inflación regionales. El gráfico siguiente detalla los montos y las especies rescatadas en cada mes.



Este programa tiene efectos tanto cualitativos como cuantitativos. Entre los primeros, se destaca que el rescate de cuasimonedas constituye un significativo avance hacia la normalización de las condiciones en que se desenvuelve el sistema monetario-financiero, en cuanto implica el regreso a una moneda nacional única controlada por la autoridad monetaria. Se trata así de una “mejora en la calidad” de la circulación monetaria. Entre los segundos, pueden identificarse al menos tres: disminución de la base monetaria amplia, por la diferencia entre el valor nominal y el valor de mercado (este efecto asciende a \$ 118 millones entre mayo y agosto de 2003); aumento de los pasivos bancarios, debido a que parte del stock de cuasimonedas se vuelcan en depósitos<sup>29</sup>; y aumento de la liquidez bancaria, en función del incremento consignado antes (ya que las cuasimonedas en custodia no integraban la liquidez de las entidades, pero sí lo hacen al pasar a ser moneda nacional).

Un aspecto relevante a la hora de determinar los efectos cuantitativos del PUM, y su relación con la evolución del circulante, consiste en observar que parte del incremento observado en el saldo de los depósitos a la vista a partir del comienzo del rescate provendría de cuasimonedas que figuraban en cuentas custodia en las entidades financieras (no habiendo formado parte así de la circulación). Al menos un 40% del stock de cuasimonedas se encontraba, al inicio del PUM, en custodia en entidades financieras<sup>30</sup>. De esta manera, la reasignación de recursos desde circulante amplio hacia depósitos a la vista, que tiende a observarse a medida que avanza el rescate, no sería de tanta magnitud en el futuro; una parte considerable de la misma consistiría más bien en cambios que no afectan al circulante, si no que significarían movimientos desde cuentas en custodia hacia depósitos a la vista. Ello es así ya que resulta razonable esperar que quien posea cuasimonedas en custodia no va a cambiar su demanda de circulante luego del rescate, sino que tenderá a incrementar sus saldos en colocaciones bancarias a la vista. Esta consideración pretende remarcar que el efecto concreto del PUM sobre la liquidez del sistema financiero depende crucialmente del stock preciso de cuasimonedas en custodia<sup>31</sup>.

<sup>29</sup> Debe tenerse en cuenta, además, que este efecto implica asignar a los bancos capacidad prestable de la que antes no disponían; en la medida en que el multiplicador de la base monetaria sea mayor a la unidad, ello implicaría un aumento de la cantidad de dinero.

<sup>30</sup> La evidencia disponible apunta a que se trataría de una estimación conservadora, siendo posible que una fracción aún mayor del stock de cuasimonedas se mantuviera en custodia. No es posible, al respecto, contar con información plenamente confiable para todo el sistema debido a la disparidad de datos provenientes de las entidades.

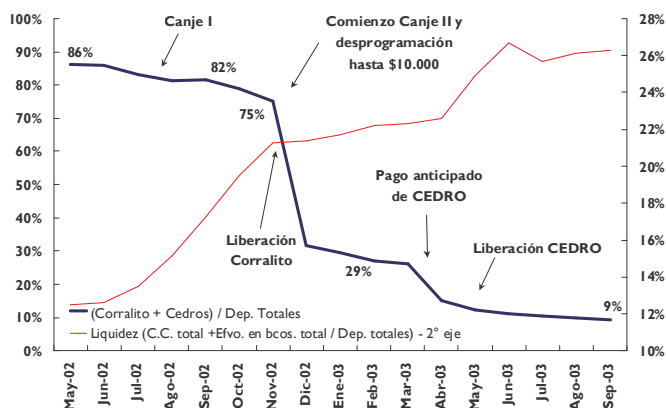
<sup>31</sup> Por otro lado, cabe remarcar que aún bajo el supuesto conservador antes mencionado de un nivel de 40% para la proporción de cuasimonedas mantenidas en cuentas de custodia, la relación entre circulante y PIB se mantendría relativamente en línea con lo que podría considerarse como su tendencia de largo plazo.



Gráfico VII.15

(Corralito + Corralón) / Depósitos

Sector Privado no Financiero en pesos (incluye actualización por CER)



Fuente: BCRA

Cuadro VII.5

Evolución de Depósitos

Enero-Septiembre 2003 En millones de pesos	Flujos Promedios			
	Nominal	% Nominal	Real	% Real
<b>1. Depósitos totales en pesos (excluyendo CEDRO)</b>	<b>24.096</b>	<b>50</b>	<b>18.326</b>	<b>47</b>
Depósitos del sector privado	19.814	49	18.326	45
Caja de ahorro	3.261	40	2.977	36
Cuenta Corriente	1.953	17	1.628	15
Otros	603	15	490	12
Plazo Fijo	13.997	83	13.232	78
Depósitos del sector público	4.282	60	3.999	56
<b>2. CEDRO</b>	<b>-13.346</b>	<b>-67</b>	<b>-13.507</b>	<b>-68</b>
Amparos <sup>(a)</sup>	-2.673		-2.467	
Stock (a 1.4\$/USD)	-1.884		-1.724	
Ajuste CER	-789		-743	
Otras desafectaciones <sup>(b)</sup>	-10.674		-11.039	
Stock (a 1.4\$/USD)	-7.773		-8.044	
Ajuste CER	-2.900		-2.995	
<b>3. Variación de depósitos totales en \$ (1+2)</b>	<b>10.750</b>	<b>16</b>	<b>4.820</b>	<b>13</b>
4. Diferencia por pago de amparos a tipo de cambio libre	-1.402		-1.243	
<b>5. Efecto sobre la liquidez del sistema (3+4)</b>	<b>9.347</b>		<b>3.577</b>	
<b>6. Depósitos en dólares (en US\$)</b>	<b>747</b>	<b>90</b>		

(a) Cifra estimada.

(b) Incluye desprogramación de CEDRO.

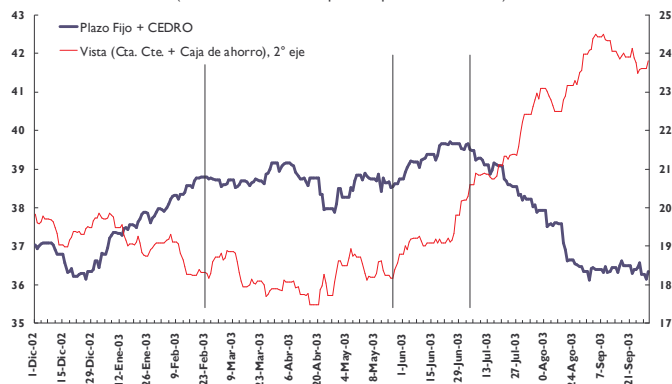
Nota: las variaciones reales se expresan a precios de diciembre de 2002

Fuente: BCRA

Gráfico VII.16

Depósitos del Sector Privado en pesos, en términos reales

(en miles de millones de pesos, a precios de dic-2002)



Fuente: BCRA

## Depósitos a plazo y levantamiento de las restricciones financieras

Como marco general en el cual analizar la evolución de los depósitos, cabe resaltar como un hecho clave en el mercado monetario, en primer lugar, la progresiva normalización de los pasivos de las entidades financieras, concretada a través tanto de ofertas de devolución anticipada de CEDRO (fundamentalmente, durante febrero) como del levantamiento total de las restricciones financieras que pesaban sobre el denominado “corralón” (durante abril y mayo). En particular, se destaca que a diciembre de 2002, 32% de los depósitos totales se encontraba aún sujeto a “restricciones” a su disponibilidad (reprogramación de vencimientos), en tanto que a fin del período bajo análisis sólo 9% se mantenía todavía como CEDRO, siendo esto consecuencia de la decisión voluntaria de los depositantes (ver Gráfico VII.15).

En este contexto, los depósitos a plazo fijo evidenciaron una dinámica positiva aunque irregular a lo largo del período en consideración. Las colocaciones a plazo en pesos del sector privado se incrementaron en casi \$14.000 millones (83%), mientras que los CEDRO (incluyendo el ajuste por el Coeficiente de Estabilización de Referencia, CER) disminuyeron cerca de \$13.200 millones (67%)<sup>32</sup> (ver Cuadro VII.5).

En relación al comportamiento irregular antes mencionado, si se computa la suma de depósitos a plazo fijo y CEDRO privados en pesos, se advierten cuatro etapas bien diferenciadas, en línea con la evolución de las tasas pasivas de interés: la primera, de fuerte crecimiento durante los tres primeros meses del año (coincidente con la vigencia de altas tasas de interés reales); otra de relativa estabilidad entre abril y mayo (durante el levantamiento final de las restricciones financieras, que implicó una reasignación desde CEDRO hacia depósitos a plazo); una tercera fase de incipiente regreso al crecimiento en junio (cuando el premio por iliquidez era aún significativo); y una cuarta, a partir de julio, de disminución de este agregado como resultado del mencionado vencimiento de fondos provenientes de la liberación de CEDRO, en un contexto de tasas de plazo fijo sólo levemente superiores a las vigentes para depósitos a la vista<sup>33</sup>. Dada la variación observada en el nivel general de precios, la evolución en términos reales de los depósitos a plazo totales a lo largo del período considerado siguió un comportamiento similar al mencionado para estas colocaciones medidas en moneda corriente (ver Gráfico VII.16 y 17).

En términos de la normalización financiera antes referida, se recuerda que a partir de la última semana de enero de 2003, algunas entidades financieras comenzaron a realizar ofertas de devolución anticipada de CEDRO, conducta que se extendió a un mayor número de entidades el mes siguiente, ayudadas por la mayor flexibilidad dispuesta por el BCRA.

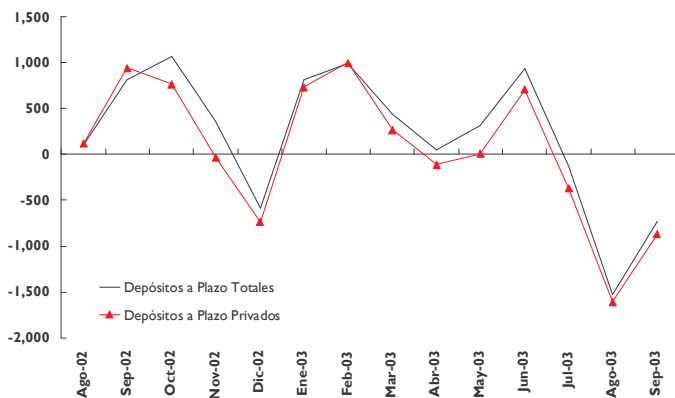
Por otra parte, el levantamiento definitivo de las restricciones financieras se materializó en abril del corriente año. A través del decreto 739/2003 se dispuso la cancelación voluntaria de depósitos reprogramados y de CEDRO en tres etapas según el tramo del

<sup>32</sup> Debe señalarse que una parte de la disminución del stock de CEDRO corresponde a medidas cautelares: así, entre enero y julio de 2003, los montos abonados por las entidades financieras a los ahorristas en concepto de amparos ascendieron a aproximadamente \$2.700 millones.

<sup>33</sup> Si se computa el efecto del impuesto a los débitos y créditos bancarios, el diferencial de rendimientos entre plazo fijo y vista para una persona jurídica resulta virtualmente nulo.

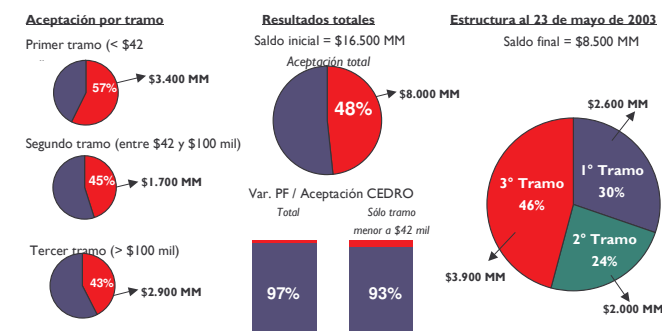


**Gráfico VII.17**  
**Depósitos a plazo en términos reales**  
Variación promedio mensual, en millones de pesos



Fuente: BCRA

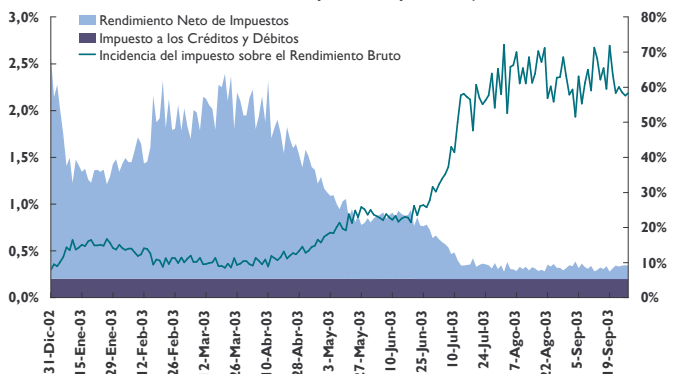
**Gráfico VII.18**  
**Liberación de CEDRO (Decreto 739/2003)**  
Estimación de resultados  
En términos de CEDRO totales – Incluye actualización por CER



NOTA:

Los resultados corresponden a una extrapolación al total del sistema de una muestra de 11 entidades -90% de los CEDRO al 7 de abril-.  
Fuente: BCRA

**Gráfico VII.19**  
**Incidencia del impuesto a los créditos y débitos sobre el rendimiento efectivo de los plazos fijos a 30 días, de más de 1 millón de pesos\*, de personas jurídicas.**



\* Para el impuesto a los créditos y débitos se considera la alícuota del 0,1% que es la correspondiente a este tipo de operaciones.  
Fuente: BCRA

monto del depósito original: los depósitos en pesos y aquellos en dólares menores a \$42.000 podían disponerse inmediatamente, mientras que aquellos en dólares de montos superiores debían previamente depositarse a plazo (a 90 ó 120 días según fueran hasta \$100.000 o superiores a esa suma)<sup>34</sup>.

La adhesión de los ahorristas a la desprogramación de depósitos propuesta alcanzó a 48% del saldo total de CEDRO existente al 7 de abril (día anterior al inicio de la desprogramación). De la caída observada de CEDRO entre abril y mayo, gran parte se habría reinvertido en depósitos a plazo (ver Gráfico VII.18).

Al haberse escalonado en el tiempo la liberación definitiva de los depósitos reprogramados, las decisiones plenamente voluntarias de los ahorristas respecto de los depósitos a plazo recién comenzaron a observarse a partir de julio.

Los primeros vencimientos de las colocaciones a plazo concertadas al levantarse el “corralón” tuvieron lugar en un contexto caracterizado tanto por tasas de interés marcadamente inferiores a las vigentes al pactarse tales depósitos, como por un muy reducido diferencial entre depósitos a plazo y a la vista (entendido este como un indicador de cierta “prima por liquidez”). Ello redundó en menores incentivos a mantener posiciones ilíquidas, tal como se observaría a partir de julio, en donde los fondos liberados se volcaron a colocaciones a la vista.

A la mencionada disminución de la “prima por liquidez” se agregó, en el caso de personas jurídicas, la incidencia del impuesto a los débitos y créditos bancarios<sup>35</sup>. Como se advierte en el Gráfico VII.19, desde mediados de julio, hay escasa diferencia entre el rendimiento efectivo resultante de una colocación a plazo y otra a la vista. Asimismo, se advierte la creciente incidencia del impuesto mencionado sobre los rendimientos de los plazos fijos: nótese cómo, desde julio en adelante, el tributo incide en una cuantía superior al 50% de los rendimientos de los depósitos a plazo.

A fin de apreciar el camino recorrido en términos de normalización del funcionamiento del sistema financiero, se considera útil mencionar con cierta perspectiva la evolución del stock de CEDRO. En términos de participación relativa, la proporción de CEDRO sobre el total de depósitos del sistema financiero ha venido disminuyendo sistemáticamente desde mediados del año pasado, acelerándose en 2003 a partir de las medidas de liberalización. Así, el saldo de CEDRO ajustado por el coeficiente CER en términos de los depósitos totales, disminuyó aproximadamente 20 p.p. en los primeros nueve meses de 2003, hasta llegar a representar casi 8% a fin de septiembre del corriente año. En relación con los depósitos a plazo totales, la participación de aquellas colocaciones descendió 34 p.p. para alcanzar un nivel de sólo 15% a fin del período bajo análisis.

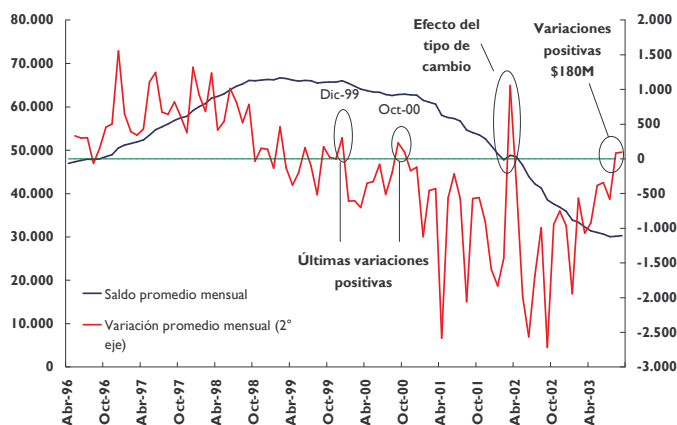
<sup>34</sup> En estos casos la entidad financiera debía afrontar el pago del saldo ajustado por el CER, y el Gobierno entregaría un título en dólares por la diferencia hasta completar el equivalente al importe en dólares del depósito original..

<sup>35</sup> Para ilustrar los incentivos que enfrentaría una empresa, puede calcularse el rendimiento efectivo a 30 días de un plazo fijo de más de \$1 millón vis-à-vis una cuenta corriente especial (ambos en pesos).



## VII.4. Crédito

**Gráfico VII.20**  
**Préstamos Totales al Sector Privado**  
(promedios mensuales, en millones de pesos)



Fuente: Estimación en base a SISCEN (BCRA)

Durante 2003 los préstamos al sector privado, si bien continuaron con la tendencia decreciente iniciada a fines de 1998, lo hicieron a una tasa sensiblemente menor, destacándose algunos segmentos que comenzaron a evidenciar signos de reactivación. Tal es así que en agosto se observó la primera variación positiva desde octubre de 2000 (ver Gráfico VII.20).

Los préstamos en pesos disminuyeron aproximadamente 9,5% (\$2.900 millones)<sup>36</sup> durante los primeros nueve meses de 2003, distinguiéndose en su evolución dos etapas. Durante la primera, que abarca hasta julio, se produjeron caídas, aunque a tasas decrecientes. La segunda etapa, a partir de agosto, se caracteriza por aumentos en algunas líneas de préstamos (básicamente adelantos en cuenta corriente y personales).

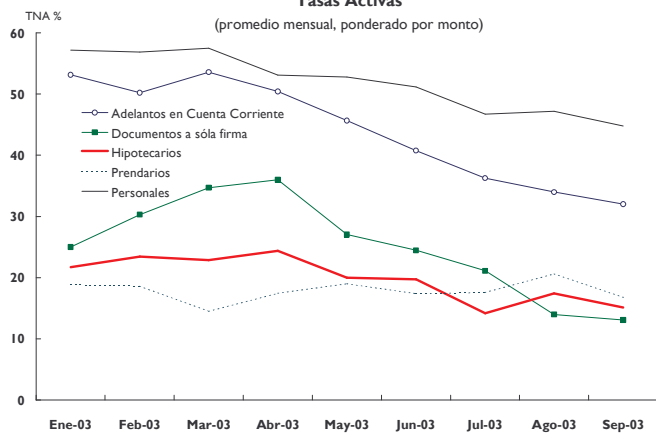
Los préstamos otorgados bajo la forma de adelantos en cuenta corriente resultaron los de mayor dinamismo en los últimos dos meses considerados. Los receptores de estas líneas fueron básicamente grandes empresas, que los utilizan como financiamiento de corto plazo. Es importante destacar la segmentación de este mercado en lo que a tasas de interés se refiere: las aplicadas a familias o Pymes resultan dos y tres veces superiores a las aplicadas a empresas de mayor tamaño.

En cuanto a los préstamos vinculados al consumo, como los personales o la financiación de tarjetas de crédito, también mostraron signos de recuperación, lo que estaría en línea con la evolución del consumo en los últimos meses.

Por su parte, los préstamos con garantía hipotecaria o prendaria evidenciaron un comportamiento homogéneo a lo largo del período bajo análisis. Estos mercados se encuentran deprimidos, con muy pocas operaciones, y su caída estaría asociada a la cancelación “natural” de los préstamos vigentes. La demanda de este tipo de líneas se ha visto muy afectada por la caída en el salario real de las familias y la incertidumbre acerca de sus futuros ingresos.

Otro de los factores que influyó en el comportamiento del crédito bancario fue el alto nivel de las tasas de interés activas que prevaleció durante el período bajo análisis (ver Gráfico VII.21). A pesar que éstas han mostrado una sostenida caída a lo largo del año, continúa evidenciándose un alto *spread* respecto de las tasas de interés pasivas.

**Gráfico VII.21**  
**Tasas Activas**  
(promedio mensual, ponderado por monto)



Fuente: BCRA

<sup>36</sup> Cifras corregidas por los préstamos dados de baja del activo por haber permanecido en la categoría de “incobrables” durante el tiempo que estipula la norma.



## VIII. INFLACIÓN

### VIII.1. Síntesis

Luego del brusco aumento de la tasa de inflación durante 2002 se observó un paulatino proceso de reacomodamiento de los precios que se consolidó durante el corriente año (ver Gráfico VIII.1). Este realineamiento se produjo a la par de una reducción significativa en las tasas de inflación, convergiendo a niveles acordes con las de los países desarrollados. Este proceso de desinflación acompañado de una menor volatilidad se dio a un ritmo significativamente más rápido que lo esperado por el mercado e incluso por el propio BCRA (ver Gráfico VIII.2).

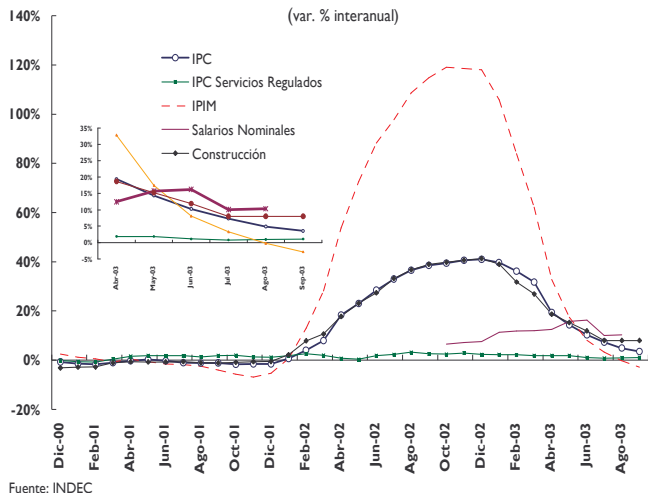
En efecto, los precios minoristas medidos por el IPC desaceleraron fuertemente su tasa de crecimiento que pasó de 7,5% anualizado en el primer trimestre del año a un aumento de sólo 0,3% anualizado en el tercer trimestre. De esta forma, la inflación minorista acumula en nueve meses un aumento de sólo 2,6%. Al mismo tiempo se aceleró el proceso de reacomodamiento en los precios relativos iniciado a partir de octubre del año pasado.

Por un lado se observó una corrección de los precios mayoristas con una caída de 1,3% desde diciembre, explicada principalmente por los precios de los productos primarios y de los importados, más sensibles a la evolución del tipo de cambio. Al mismo tiempo el comportamiento del IPC se vio impulsado básicamente por los precios de los servicios, cuya dinámica en los próximos meses dependerá fundamentalmente del proceso de renegociación de los contratos de concesión de servicios públicos formalmente iniciado a partir de la creación de la *Unidad de Renegociación y Análisis de Contratos de Servicios Públicos* creada a mediados de 2003. Por su parte, los costos de la construcción continuaron aumentando durante el año por encima de los precios minoristas (4,9% desde diciembre), producto principalmente de un aumento en los costos de la mano de obra y del precio de algunos insumos, lo cual podría estar anticipando algún tipo de escasez en los requerimientos factoriales del sector. Finalmente, persiste una lenta recomposición de los salarios, especialmente los que se pagan en el sector formal de la economía impulsados casi por completo por decisiones normativas establecidas desde el Ministerio de Trabajo y por la devolución del 13% a los empleados públicos, aunque en el último mes comenzó a recuperarse también el salario informal.

Entre los factores que explican la dinámica de los precios se destaca una evolución del tipo de cambio diferente de la incorporada en los precios de los bienes transables, la prudencia de la política monetaria y fiscal y su impacto sobre el proceso de formación de expectativas, la existencia de recursos productivos ociosos, y la estabilidad en los precios de los servicios públicos regulados.

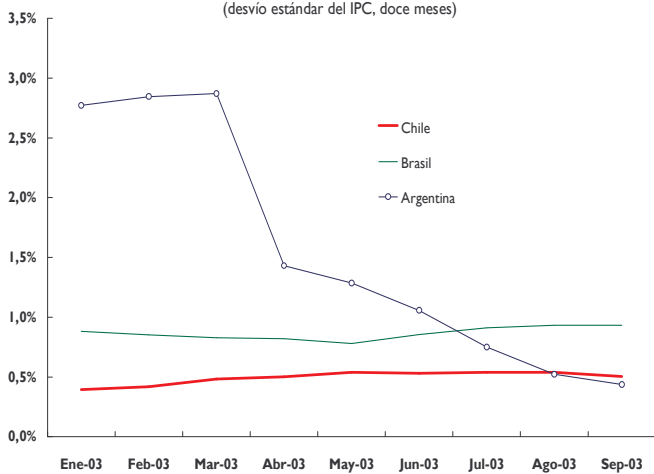
Para todo 2003, se proyecta que la inflación anual se ubicará en un entorno de 3%, por debajo del piso del rango del Programa Monetario (5%-15%).

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



Fuente: INDEC

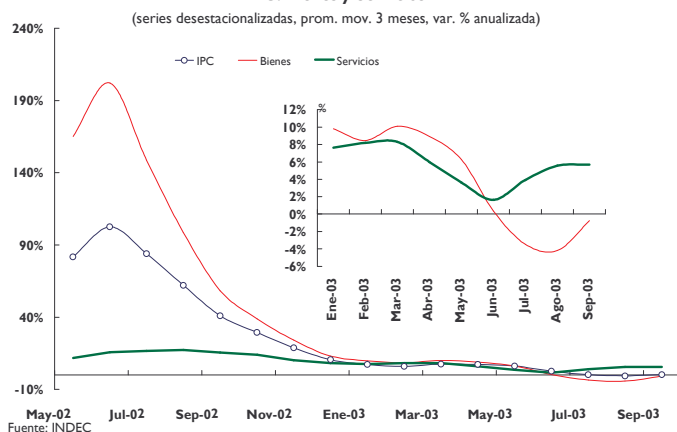
**Gráfico VIII.2**  
Volatilidad de los Precios Minoristas  
(desvío estándar del IPC, doce meses)



Fuente: INDEC, IBGE, INE



**Gráfico VIII.3**  
**IPC, Bienes y Servicios**



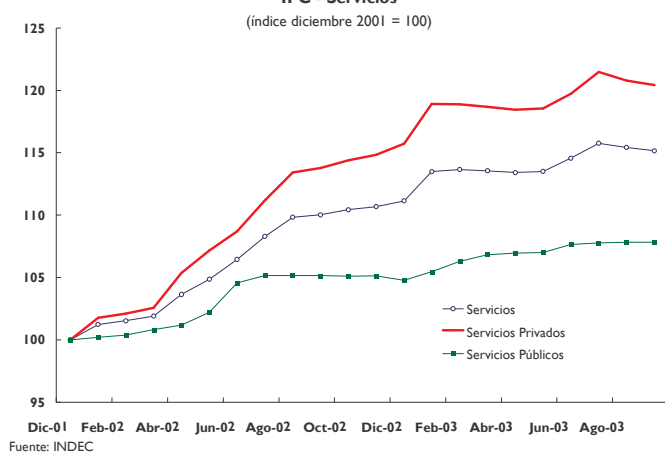
**Cuadro VIII.1**  
**Tipo de Cambio e Índice de Precios al Consumidor (IPC)**

	Dic-02/Dic-01		Dic-02/ Sep-03	Sep-03/Dic-01	
	Var %	Traslado a precios	Var %	Var %	Traslado a precios
TIPO DE CAMBIO	236,0%		-13,2%	191,7%	
IPC - NIVEL GENERAL	41,0%	17,4%	2,6%	44,6%	23,3%
Bienes	68,6%	29,1%	2,0%	71,9%	37,5%
Alimentos para consumir en el hogar	69,3%	29,4%	1,7%	72,7%	38,0%
Indumentaria	58,7%	24,9%	5,7%	67,8%	35,4%
Equipamiento y mantenimiento del hogar	54,2%	23,0%	0,4%	54,9%	28,7%
Productos medicinales	50,2%	21,3%	0,1%	50,4%	26,3%
Servicios	11,1%	4,7%	3,6%	15,2%	7,9%
Servicios Privados	15,7%	6,7%	3,9%	20,2%	10,6%
Servicios Públicos	4,8%	2,0%	4,6%	9,6%	5,0%

Fuente: INDEC

Fuente: INDEC

**Gráfico VIII.4**  
**IPC - Servicios**



## VIII.2. Descripción de la dinámica

### Precios al Consumidor

En un contexto de no convalidación de las expectativas de tipo de cambio, los precios minoristas, desaceleraron fuertemente su tasa de crecimiento y acumulan en los nueve meses de 2003 un aumento de sólo 2,6%, por lo que las proyecciones de inflación del mercado y del propio BCRA para el año en curso se redujeron sensiblemente desde los niveles proyectados a principio de año. En particular, la tasa de inflación minorista para 2003 obtenida a partir del promedio de las proyecciones de un conjunto de analistas se redujo de 38% en diciembre de 2002 a menos de 7% en septiembre de este año y, seguramente, continuará reduciéndose en los próximos meses.

La dinámica de los últimos meses exhibe un aumento en los precios de los servicios superior al incremento observado en los precios de los bienes. En particular, los bienes que representan hoy alrededor de 60% de la canasta acumulan desde diciembre un aumento de sólo 2%, mientras que los precios de los servicios se incrementaron 3,6%, revirtiendo parcialmente la dinámica observada durante 2002. Asimismo, según se observa en el Gráfico VIII.3 en los últimos meses se acentuó este comportamiento ya que los precios de los servicios subieron a un ritmo trimestral anualizado de 5,7% en el trimestre junio-agosto, mientras los precios de los bienes cayeron a una tasa trimestral anualizada de 0,7% en el mismo período.

En efecto, a partir de la corrección del tipo de cambio se inició un lento proceso de reacomodamiento de precios relativos (ver Cuadro VIII.1). Mientras la evolución del tipo de cambio presionó a la baja los precios de los bienes más ligados al comercio exterior, el resto de los rubros más dependientes del mercado interno, especialmente los servicios, presentaron una leve suba. De este modo, si bien los precios de los bienes transables siguieron significativamente la evolución del dólar, el resto de los sectores tendieron a recomponer gradualmente la reducción de márgenes sufrida desde la liberación del tipo de cambio en un contexto de recuperación de la demanda interna.

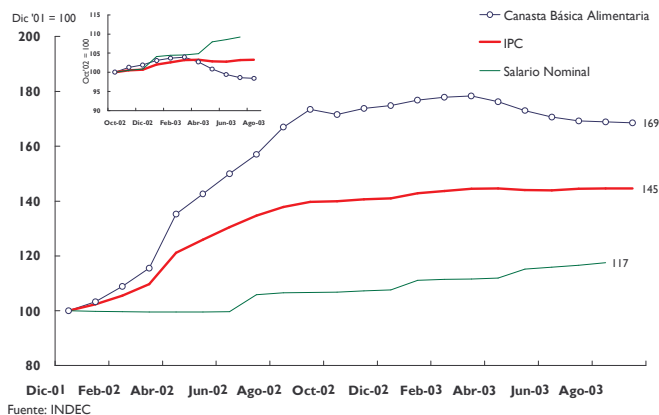
Se espera que la recomposición del precio relativo de los servicios continúe en los próximos meses en función de las expectativas favorables respecto al mercado interno, aunque la magnitud dependerá en buena medida del avance en el proceso de renegociación de los contratos de servicios públicos formalmente iniciado a partir de la creación de la *Unidad de Renegociación y Análisis de Contratos de Servicios Públicos* creada a mediados de 2003. Cuando se descompone el aumento de los servicios en públicos y privados, se observa que, mientras los primeros (incluyen electricidad, servicios sanitarios, gas, combustibles de uso doméstico, transporte público y de pasajeros, teléfono y correo, y que representan aproximadamente un 14% en la canasta base del IPC) se incrementaron apenas 8% desde inicios de 2002, los segundos lo hicieron a un ritmo de 20%, 4% en lo que va del año (ver Gráfico VIII.4).

Por último del comportamiento sectorial del IPC se desprende una fuerte desaceleración en el precio de los Alimentos. En particular este rubro que junto con Indumentaria, habían sido los que presentaban el mayor traslado a precios desde la liberación del tipo de cambio, mostraron una modificación importante en su tendencia



Gráfico VIII.5

Salario Nominal, IPC y Canasta Básica Alimentaria



e incluso una caída que desde fines del primer trimestre alcanza 1,1%. Tal comportamiento, se tradujo en una reducción de los precios de la Canasta Básica Alimentaria (CBA) y de la Canasta Básica Total (CBT) que desde marzo alcanza 5,4% y 3,6%, pero se ubican 70% y 51% por sobre los niveles de 2001. La retracción de la CBA con la mejora en los niveles de empleo que comentamos en los puntos anteriores significó una menor incidencia de la pobreza e indigencia en la última medición de la Encuesta Permanente de Hogares en relación a octubre de 2002, tendencia que seguramente continuará en los próximos meses (ver Gráfico VIII.5).

### Precios Mayoristas

Por su parte, los precios mayoristas responden con mayor sensibilidad a los movimientos del tipo de cambio. En particular, el Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) se redujo 1,3% en los primeros nueve meses del año. Esta dinámica fue levemente amortiguada por el aumento registrado en el mes de agosto, impulsada por la suba del tipo de cambio.

Sin embargo, no todos los productos incluidos en el IPIM trasladaron completamente a precios las variaciones en el tipo de cambio. En efecto, entre diciembre de 2001 y octubre de 2003, el dólar aumentó más de 250% y los precios mayoristas se incrementaron 120%, por lo que el traslado a precios alcanzó 48% en diez meses. Como se mencionó anteriormente, entre los factores que operaron a favor de esta dinámica merece destacarse los derechos sobre las exportaciones que disminuyeron el precio efectivo de exportación, la existencia dentro de la canasta del IPIM de sectores más asociados al mercado interno que al externo, la sustitución entre bienes importados y bienes domésticos, en algunos casos de inferior calidad (lo que es difícil de captar en el índice de precios) y la reducción de los márgenes de comercialización y transporte.

Con excepción de los derechos de exportación que operan de una sola vez, dado que representan una alícuota fija sobre el valor de las exportaciones, el resto de los factores actúan tanto al alza como a la baja del tipo de cambio y explican la dinámica de los precios mayoristas de los últimos meses. En este sentido, se observó que, mientras el dólar se depreció 17,3% en relación al peso desde octubre de 2002, los precios mayoristas se redujeron 3,3%, es decir, un traslado a precios de 19% de la baja de la moneda estadounidense.

Otra forma de analizar la evolución de los precios relativos es considerar la relación entre precios mayoristas y minoristas como indicador entre transables y no transables. En este caso se observa una realineación aún mayor que cuando se comparan los bienes y servicios incluidos en el IPC. En efecto, desde los máximos alcanzados en octubre de 2002 el cociente entre IPIM e IPC se redujo 6,4%, mientras que en ese período el ratio entre bienes y servicios se redujo sólo 1,5%. Desde la salida de la Convertibilidad acumulan aumentos de 48,8% y 49,3% en uno y otro caso. En el Gráfico VIII.6 puede verse como el ajuste de precios relativos fue muy violento durante 2002, mientras que el reajuste de 2003 fue casi nulo. La velocidad del ajuste mencionado (de una sola vez) es otra de las razones por las cuales la inercia inflacionaria resultó inferior a la esperada o a la experimentada por otros países con procesos similares.

Gráfico VIII.6

Proxy Transables no Transables

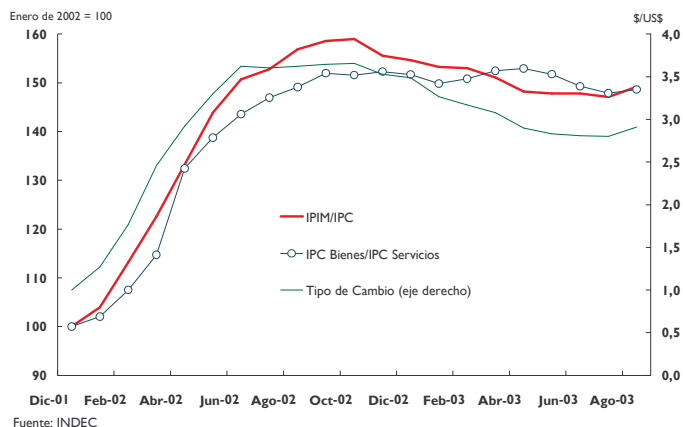
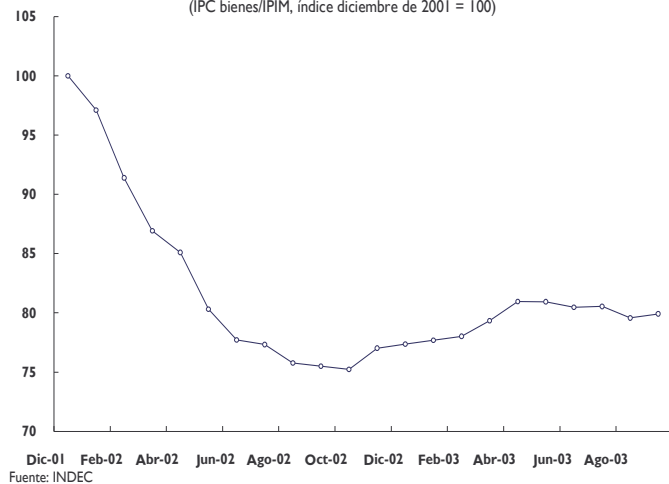




Gráfico VIII.7

## Proxy Márgenes Minoristas

(IPC bienes/IPIM, índice diciembre de 2001 = 100)

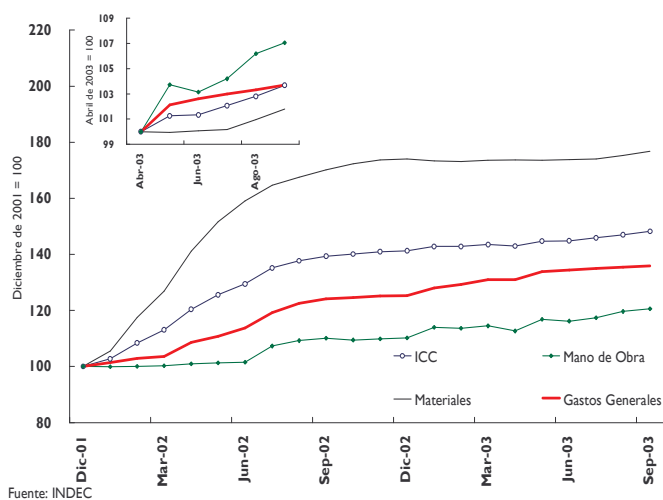


Una aproximación de los márgenes de comercialización del comercio minorista surge del cociente entre los precios de los bienes incluidos en el IPC y los precios mayoristas. Se observa que si bien desde la ruptura del tipo de cambio fijo se produjo una importante caída que alcanzó un máximo de 25% en octubre del año pasado, desde entonces se observa una recuperación de los márgenes en línea con la mejora observada en los indicadores de consumo, aunque aún resta 20% para alcanzar los niveles previos a la devaluación (ver Gráfico VIII.7). Esta recomposición se explica principalmente por la caída de los precios mayoristas, pero podría indicar que el proceso de desinflación de los precios minoristas comienza a agotarse.

## Precios del Comercio Exterior

Otro factor de gran influencia sobre los precios mayoristas es la dinámica de los términos del intercambio. Como se menciona en la Sección V, los mismos mostraron un incremento significativo, ubicándose en los niveles más altos de las dos últimas décadas. Los precios en dólares de las exportaciones mostraron en el primer semestre del año un aumento de 10% interanual (i.a.), impulsados principalmente por los precios de Combustibles y Energía, los Productos Primarios y las Manufacturas de Origen Agropecuario.

Los precios del comercio exterior surgen de los precios implícitos de las transacciones, por lo que pueden existir divergencias con las cotizaciones en los mercados de las *commodities* respectivas. Ello se debe a que al existir mercados de futuros, los precios de las exportaciones pueden ser fijados con anterioridad a que se efectivice la venta. Por ejemplo, el índice de precios de exportaciones elaborado por el INDEC no reflejó la caída de los precios del petróleo y de algunos productos agrícolas que se registraron en el segundo trimestre del año (ver Sección V).

Gráfico VIII.8  
ICC y Componentes

En lo que respecta al impacto sobre los precios internos, el aumento en los precios de los combustibles se vio amortiguado por la estructura impositiva que incluye impuestos de suma fija. Asimismo, el acuerdo con las empresas del sector para no trasladar directamente a precios los cambios en la cotización internacional del crudo fue una de las principales causas por la que no se trasladó a precios la fuerte suba registrada a partir del conflicto en Irak ni la posterior reducción.

Por su parte, los precios de las importaciones se redujeron en el primer semestre 1,3% i.a. y se ubican 7% por debajo de los niveles de 2000. Esta caída habría sido mayor de no mediar el impacto de los rubros Bienes Intermedios y Combustibles y Lubricantes, altamente influenciados por los precios de las *commodities*. En efecto, los precios de los Bienes de Capital, las Partes y Piezas para Bienes de Capital y los Bienes de Consumo mostraron caídas en el semestre de 8,5%, 5,4% y 4,9%, respectivamente. Esta dinámica puede explicarse en parte por un cambio en la composición y en los lugares de origen de las importaciones, adicional a la caída en los precios internacionales de los bienes industriales, que más que compensaron la depreciación del dólar verificada desde mediados del año pasado.



### Costo de la Construcción

Los precios de la construcción, compuestos en gran parte por no transables (por ejemplo: salarios), se incrementaron 41,2% durante 2002, y en el transcurso del año, 4,9% adicional (ver Gráfico VIII.8). Según el INDEC, el precio de construcción del m<sup>2</sup> de un inmueble tipo en Capital Federal actualmente alcanza US\$180, frente a los US\$130 que se llegaron a pagar en el momento más agudo de la crisis. No obstante ello, los precios aún se ubican por debajo del costo en dólares previo a la liberación de la cotización del peso (US\$400).

A diferencia de lo registrado el año anterior en que el comportamiento del Costo de la Construcción estuvo ampliamente influenciado por los precios de los materiales, durante el transcurso del año el incremento estuvo explicado fundamentalmente por el precio de la Mano de Obra. Como se comenta en la Sección III, el sector construcción ha sido uno de los sectores más dinámicos en explicar la recuperación del Producto y en los últimos meses podría estar reflejando algún tipo de escasez para satisfacer los requerimientos factoriales del sector.

### Salarios

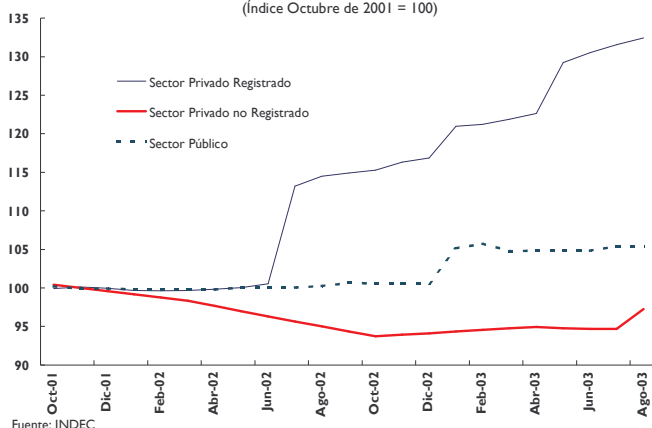
Por su parte, y tal como era de esperar dada la situación de elevada desocupación, no se observaron presiones salariales. Como se analizó en la Sección IV, los aumentos en los salarios se explicaron principalmente por la recomposición salarial reglamentada por el Ministerio de Trabajo.

Según los datos del INDEC, desde la liberación del tipo de cambio el salario promedio nominal de la economía se incrementó 17,5%. La recomposición salarial se produce casi exclusivamente en el sector formal privado y en los salarios públicos, mientras que los ingresos que perciben los asalariados informales (41% del total<sup>37</sup>) se redujeron 2,5%, acentuando aún más la divergencia existente (ver Gráfico VIII.9). Recién en agosto de este año se observó un incipiente reacomodamiento de los salarios pagados en el sector no registrado de la economía.

La recuperación de la actividad económica está basada en algunos sectores altamente intensivos en el uso de mano de obra, como la industria textil y la construcción, en donde las modalidades de contratación informal están ampliamente difundidas. Esto podría estar generando una moderada presión salarial, impulsada además por la incidencia de los planes de empleo, que elevan el salario de reserva.

En términos reales, los salarios mostraron una caída de 18,9% respecto a los niveles de 2001. Tal cual se desarrolla en la Sección IV, la caída de los costos laborales de los sectores productores de transables es aún mayor, sobre todo cuando se considera el costo laboral por unidad de producto. La mejora en los márgenes resultante se explicó por el fuerte aumento de los precios de los bienes en relación a los servicios y los salarios registrado durante 2002, simultáneamente con el aumento en la productividad media

**Gráfico VIII.9**  
Evolución de los Salarios Nominales  
(Índice Octubre de 2001 = 100)



<sup>37</sup> Sin incluir los empleos generados por subsidios laborales



del trabajo generado principalmente por la mayor utilización de los recursos productivos en la salida de la crisis.

Con estas premisas, es factible una recomposición del salario nominal en los sectores productores de bienes sin generar presiones sobre el resto de los precios de la economía (los precios de los servicios privados son los más sensibles a variaciones en los salarios). Tal comportamiento podría registrarse incluso sin mayores aumentos en la productividad media del trabajo.

### VIII.3. Perspectivas de corto plazo

Las perspectivas de inflación para lo que resta de 2003 se perciben como estables, tanto en lo que hace al contexto internacional como a los factores domésticos que afectan los precios.

En relación a los factores externos, no hay razones para esperar cambios relevantes, a excepción de la desaceleración de la actividad económica en Brasil, aunque actualmente estaría por revertir el ciclo. Tampoco se perciben en lo inmediato riesgos de caídas en los precios internacionales de los bienes exportables de la Argentina. Por otro lado, el bajo crecimiento de las principales economías industriales, si bien puede tener efectos negativos sobre el comercio internacional, no anticiparía aumentos importantes en las tasas de interés internacionales.

Asimismo, en relación a los factores domésticos, aún cuando se observa un notable incremento de la actividad económica, no puede desconocerse que en términos agregados se está todavía lejos del pleno empleo de los recursos laborales y de la utilización normal de la capacidad instalada en muchos sectores, algunos industriales pero principalmente en servicios. Esta realidad limita el surgimiento de cuellos de botella generalizados y de presiones sobre los salarios que pudieran trasladarse al nivel de precios.

De todos modos, si bien es cierto que en este contexto el IPC prácticamente no ha mostrado variaciones en los últimos seis meses, no es menos cierto que la tasa de inflación subyacente es superior a la observada y que no es absolutamente insensible al nivel de actividad económica.

En primer lugar, cómo se mencionó anteriormente, el comportamiento de los precios minoristas esconde realidades disímiles en lo que respecta a la dinámica de los precios de los bienes en relación a la de los servicios. El ajuste negativo en el caso de los bienes transables en un contexto de estabilidad del tipo de cambio demuestra que en algunos precios existe todavía un “colchón” asociado a expectativas de depreciación del peso que no fueron convalidadas por la realidad. Esto genera una presión deflacionaria de una vez, que enturbia la identificación de la verdadera inflación subyacente. Se suma también la estabilidad de los precios de los servicios regulados que componen aproximadamente el 14% del IPC.

En segundo lugar, y más allá del IPC, algunos precios líderes ya comienzan a mostrar alguna sensibilidad a la renovada demanda interna, tal como era de esperarse. El Índice del Costo de la Construcción (ICC) mostró en septiembre una variación interanual del 9.6%, casi el triple de la variación del IPC.



---

Para 2003 se espera que la tasa de variación del IPC se ubique en un entorno de 3%. Asimismo se proyecta para 2004 una leve y temporaria aceleración del aumento en los precios, producto de la combinación de una inflación subyacente algo superior a la actual, de ajustes pendientes de precios relativos y de una natural recuperación de márgenes de comercialización en los sectores más sensibles a la recuperación de la demanda interna.



## GLOSARIO DE ABREVIATURAS Y SIGLAS

**\$:** Pesos argentinos

**AFIP:** Administración Federal de Ingresos Públicos

**AFJP:** Administradora de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

**AIN:** Activos Internos Netos

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

**BCB:** Banco Central de Brasil

**BCBA:** Bolsa de Comercio de Buenos Aires

**BCRA:** Banco Central de la República Argentina

**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 Optativos del Estado Nacional

**CBA:** Canasta Básica Alimentaria

**CBT:** Canasta Básica Total

**CEDRO:** Certificado de Depósitos Reprogramados

**CER:** Coeficiente de Estabilización de Referencia

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

**CyE:** Combustibles y Energía

**EMAE:** Estimador Mensual de Actividad Económica

**EMBI:** Emerging Markets Bond Index

**EMI:** Estimador Mensual Industrial

**EPH:** Encuesta Permanente de Hogares

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

**FCI:** Fondos Comunes de Inversión

**FIEL:** Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

**FMI:** Fondo Monetario Internacional

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

**FUCO:** Fondo Unificado de Cuentas Corrientes Oficiales

**i.a.:** Interanual

**IBGE:** Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (Brasil)

**ICC:** Índice del Costo de la Construcción

**IDCCB:** Impuesto a los Débitos y Créditos en Cuentas Bancarias

**INARSS:** Instituto Nacional de los Recursos de la Seguridad Social

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

**IPC:** Índice de Precios al Consumidor

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

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

**IVA:** Impuesto al Valor Agregado

**LEBAC:** Letras del Banco Central de la República Argentina

**LECOP:** Letras de Cancelación de Obligaciones Provinciales

**LIBOR:** London InterBank Offered Rate

**M0:** Billetes y monedas

**M0 Amplio:** M0 más 60% del stock de cuasimonedas

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

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

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

**MAE:** Mercado Abierto Electrónico

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

**MERVAL:** Mercado de Valores de Buenos Aires

**MI:** Metas de Inflación

**MOA:** Manufacturas de Origen Agropecuario

**MOI:** Manufacturas de Origen Industrial

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

**MULC:** Mercado Único y Libre de Cambios

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

**OCDE:** Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

**p.p.:** Puntos porcentuales

**pbs:** Puntos básicos

**PEA:** Población Económicamente Activa

**PIB:** Producto Interno Bruto

**PP:** Productos Primarios

**PUM:** Programa de Unificación Monetaria

**R\$:** Reales brasileños

**RIN:** Reservas Internacionales Netas

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

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

**SARS:** Síndrome Agudo Respiratorio Severo

**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

**TNA:** Tasa Nominal Anual

**TRS:** Tasa de Referencia Selic (Brasil)

**US\$:** Dólares estadounidenses

**USDA:** Departamento de Agricultura de los Estados Unidos

**WTI:** West Texas Intermediate (Petróleo de referencia para nuestro país)



El contenido de esta publicación puede reproducirse libremente siempre que se cite la fuente. Para comentarios o consultas remitirse a [coyunturaeconomica@bcra.gov.ar](mailto:coyunturaeconomica@bcra.gov.ar)