

Análisis, 2004, pp. 8-11.

Canales de pobreza.

Paz, Jorge Augusto.

Cita:

Paz, Jorge Augusto (2004). *Canales de pobreza*. *Análisis*, 8-11.

Dirección estable: <https://www.aacademica.org/jorge.paz/84>

ARK: <https://n2t.net/ark:/13683/prpd/wcH>



Esta obra está bajo una licencia de Creative Commons.
Para ver una copia de esta licencia, visite
<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/deed.es>.

Acta Académica es un proyecto académico sin fines de lucro enmarcado en la iniciativa de acceso abierto. Acta Académica fue creado para facilitar a investigadores de todo el mundo el compartir su producción académica. Para crear un perfil gratuitamente o acceder a otros trabajos visite: <https://www.aacademica.org>.



Análisis

Publicación Bimestral del Centro de Economía Aplicada
de la Universidad del CEMA

16 de febrero de 2004

Año VI
Número 33

analisis@cema.edu.ar

Centro de Economía Aplicada
Universidad del CEMA
Director: Carlos A. Rodríguez

Contenido

Forecasts, 3

Deuda Externa: ¿Costo o transferencia?, 5

Por Carlos Alfredo Rodríguez

Canales de pobreza, 8

Por Jorge A. Paz

El cuento de la tasa de interés, 12

Por Ricardo Schefer

No es lo que parece..., 15

Por Alejandro Gómez

Análisis de Mercados Emergentes

- Brasil, 17
- México, 18

Mercado de Capitales, 20

Análisis Macroeconómico

- Precios, 23

Análisis del Comercio Exterior

- Balanza Comercial, 25

Análisis Fiscal y de la Deuda

- Deuda, 28
- Panorama Fiscal, 29

Análisis Monetario, 31

Análisis Sectorial

- Industria, 34
- Construcción, 36
- Servicios Públicos, 37

Apéndice Estadístico, 39

COLUMNA DE OPINION

● La estrategia del gobierno de politizar internamente la quita de la deuda podría no llegar a ser un arma de doble filo. La verdad es que nadie entiende qué es el mentado 25% de pago, por lo cual un arreglo final razonable podría ser anunciado -como de costumbre- un viernes a la noche e incluso podría llegar a ser aplaudido por los piqueteros. ¿Por ejemplo, cuál sería la reacción popular si se acuerda cancelar la deuda a 19% de su valor nominal, pagándose en EFECTIVO?

● El actual superávit proyectado del 3% del PBI, sería sólo una transferencia entre residentes. La deuda tiene una solución económica posible, y no pasa por el empobrecimiento del pueblo. La oposición política al pago de la deuda pasa por ignorar el hecho de que los receptores del famoso 3% del superávit son mayormente argentinos, como así también una buena parte de los tenedores de la deuda defaultada.

● A pesar de haber cumplido con las metas cuantitativas en relación al superávit primario, la realidad es preocupante. El gasto público está acompañando al ciclo ascendente de la economía y no para de crecer (gasto provincial por transferencias). Se repite la historia de las políticas procíclicas de los noventa cuando el círculo virtuoso de mayor crecimiento con mayor recaudación generaba la obligación de transferir mas fondos a las provincias y con esto se aumentaba automáticamente el gasto público. El gobierno nacional no puede eludir legalmente la obligación de coparticipar la mayor recaudación. La urgencia de reformar realísticamente el sistema de coparticipación es evidente.

Columna de Opinión (Continuación)

- Mientras tanto el gobierno sigue financiándose con impuestos distorsivos a partir de los cuales sólo se generan redistribuciones de ingresos a favor de sectores ineficientes y en contra de los eficientes. La legislación laboral sigue respondiendo a necesidades políticas de corto plazo y cada vez se favorece más el empleo en negro, el desempleo y con ello la pobreza.
- El ala piquetera más dura se ha convertido en un verdadero dolor de cabeza. Ceder ante sus reclamos implicará para el gobierno alejarse de la sociedad que lo apoya y despertar al resto de las facciones que permanecen tranquilas, volviendo a perturbar la paz social. Los piqueteros no salieron de un repollo: son ejércitos de desempleados al servicio de intereses políticos. En un país donde la policía ha sido llevada a cumplir el rol de mera espectadora, el control de bandas armadas (aunque sea con palos) puede llegar a ser altamente redituable.

C.A.R.

Staff del Centro de Economía Aplicada

Director

Carlos A. Rodríguez

Economistas del CEA

Mariano Fernández

Joel Sebastián Schneider

Martín Monastirsky

Suscripciones

Gladys Maddalena

4-314-2269

analisis@cema.edu.ar

FORECASTS

La economía argentina se está recuperando. Debemos tener presente que recuperación no significa crecimiento sostenido ni reducción de la pobreza y el desempleo. Sin solución al problema de la deuda y varias de las reformas estructurales pendientes, no habrá desarrollo económico que nos beneficie a todos.

Entre las reformas estructurales pendientes incluimos:

- Régimen de coparticipación
- Flexibilización laboral e impuestos al empleo
- Eliminación de impuestos distorsivos
- Integración comercial
- Reestructuración del sistema bancario
- Renegociación de acuerdos de privatización

- ⇒ La meta de superávit fiscal máximo es un arma peligrosa. En un contexto de fuerte recuperación de la recaudación, un excedente sería aplicado a gasto.
- ⇒ En poco más de un mes casi un tercio de la expansión prevista en el programa monetario ya ha sido emitida. Si el gobierno espera sostener el tipo de cambio nominal en torno a los 3 pesos, deberá anunciar la nueva regla.
- ⇒ Creemos que durante el año, la inflación se mantendrá controlada. Esto estará explicado primordialmente por la meta de superávit fiscal y por el incremento de la demanda de saldos reales derivada de la recuperación económica.

FORECASTS							
	2002	03.I	03.II	03.III	03.IV	2003	2004
PBI % anual	-10,9%	5,4%	7,7%	9,8%	8%*	7,7%*	6,6% *
IPC anual	41,0%	31,7%	10,2%	3,5%	3,7%	3,7%	6% *
Balanza Comercial (Acum. 12 meses en millones de dólares)	16720	17129	17251	16570	15536	15536	10634 *
Reservas en dólares del BCRA (en millones)	10476	10517	12227	13406	14204	14204	n/d
Onda Desocupación			May-03 15,6%			Oct-03 14,3%	

Fuente: Centro de Economía Aplicada UCEMA
* estimado.

FORECASTS INTERNACIONALES

El 2003 terminó con la economía mundial creciendo, vigorosamente en Estados Unidos y extremadamente moderada en Europa. Sin embargo, Estados Unidos aún debe lograr reducir sus enormes déficit gemelos. Por otra parte, el desempleo se mantiene alto en Europa y Estados Unidos.

- ⇒ La economía norteamericana pareciera ir por el buen camino a pesar de sus déficit gigantescos. El presupuesto enviado al Congreso estipula reducirlo gradualmente. Por otra parte, el incremento permanente de la productividad le permite crecer en torno al 4%, independientemente de la depreciación del dólar, el cual en el mediano plazo comenzará a apreciarse. La campaña presidencial ha frenado los posibles cambios en el frente financiero y fiscal.
- ⇒ En la Zona Euro, se observa una reactivación industrial importante, que empuja el crecimiento económico. Pero Europa continúa rezagada, con estructuras impositivas primitivas y burocracias estatales que demoran en ser reformadas. Ello impacta en un desempleo alto.
- ⇒ La economía japonesa marcha en piloto automático, creciendo levemente, pero mostrará signos de desaceleración hacia fin de año si no corrige su deficiente recaudación impositiva.
- ⇒ El año 2004 será decisivo para evaluar el éxito del gobierno de Lula Da Silva. De acelerar el crecimiento y cumplir con la pauta de del 3.5%, el partido gobernante consolidará sobre bases ciertas su poder político.
- ⇒ El tiempo de las reformas estructurales del Gobierno de Fox casi ha culminado sin cumplir con lo prometido. Sin embargo el haber podido consolidar la estabilidad macroeconómica resulta clave dispensable para el futuro de la economía mexicana. Al recuperarse la economía norteamericana México volverá a crecer.

Crecimiento Mundial		
	2003	2004
EE.UU.	3,1%	4,2%
Japón	2,2%	2,0%
Europa (Area euro)	0,5%	1,9%
Brasil	0,3%	3,5%
México	1,1%	2,4%

Fuente: Centro de Economía Aplicada UCEMA

Deuda Externa: ¿Costo o Transferencia?

Carlos Alfredo Rodríguez

El gobierno argentino propone cancelar la deuda en default con tenedores de bonos por \$91 billones de dólares mediante su canje por otros bonos con un valor nominal del 25%, o sea de 22.700 millones de dólares. Según especialistas en el tema, el valor efectivo de mercado de los nuevos bonos sería de aproximadamente \$7 billones de dólares (valor que depende mucho de la nueva prima de riesgo país que se use para descontarlos).

Deuda en Default:	\$102 bn
Principal: \$91 bn	
Intereses: \$11 bn	
Deuda Normal:	\$81 bn
BODEN: \$25 bn	
Multilaterales: \$32 bn	
Resto: \$24 bn	
Datos aproximados a Dic.2003	
Fuente: "Argentina: From Stabilization to Economic Growth". Agosto 2003, Secretaría de Finanzas.	

En pocas palabras, debemos \$91 billones en principal y \$11 billones en intereses (o sea \$102 billones) y proponemos cancelar todo con el equivalente de un pago contado estimado en \$7 billones. Para ponerlo en perspectiva, este pago es equivalente a menos de la mitad de los fondos líquidos que tenemos en concepto de Reservas Internacionales.

Por otro lado, los bonos defaulteados se cotizan en el mercado libre a alrededor de \$26-\$30 dólares cash por cada 100 dólares de valor nominal. Este valor refleja fundamentalmente el valor presente de lo que los acreedores esperan poder cobrar.

Hoy día el tenedor de un bono defaulteado de un valor nominal de \$100 dólares puede venderlo por \$26-\$30 dólares en el mercado o aceptar la propuesta argentina de recibir otros bonos con un valor equivalente a \$7 dólares. Claramente las puntas no se acercan ni remotamente y ello explica la total ausencia de negociación seria hasta el momento.

Las agresiones de nuestras autoridades a los acreedores y el atarse las manos políticamente en el frente interno con la oferta del 25% (que en realidad representa un valor contado efectivo estimado de 7%) puede ser visto como un intento de reducir las expectativas de cobro por parte de los acreedores. Si esta estrategia fuera exitosa deberíamos ver el valor del bono defaulteado caer fuertemente en los mercados, desde el actual 26%-30% hasta una cifra cercana al 7% que nosotros ofrecemos. La persistencia de los valores de mercado alrededor de 26%-30% indica que nuestra estrategia de desilusionar a los acreedores no está rindiendo frutos.

Desde la perspectiva de los acreedores, no ofrecemos ni un solo dólar de los \$15 billones que disponemos de reservas y solo ofrecemos un 25% de valor nominal en bonos con dudosa capacidad de repago. En realidad, el famoso superávit de 3% del PBI negociado con el FMI ni siquiera alcanzaría para pagar regularmente el remanente de deuda interna no defaulteada, la que incluye los conocidos BODEN que fueron entregados a los ahorristas damnificados por la pesificación asimétrica.

Se argumenta que no es posible aumentar el superávit primario porque ello atentaría contra el proceso de crecimiento. Este argumento es debatible. En la medida que el superávit fiscal de 3% se utilice para pagar a tenedores locales de deuda pública, esta operación es una transferencia local de ingresos y no tiene porqué contribuir a disminuir el crecimiento del país. Básicamente se le saca dinero a un contribuyente y se le da ese dinero a un ex-depositante bancario tenedor de un BODEN. Sería una operación similar a sacarle dinero a un exportador de soja y dárselo a un Jefe de Hogar desocupado. En ningún momento escuchamos a las autoridades decir que la transferencia de ingresos que implica el Plan Jefes y Jefas contribuya a reducir el crecimiento.

Argentina debe mejorar su oferta hasta que ésta alcance niveles de seriedad compatibles con un futuro reingreso del país al sistema financiero internacional.

La estabilidad de los valores contado de mercado de la deuda en default en alrededor de un 30% sugiere que este valor cuenta con la credibilidad de los miles de agentes económicos que comercian con ellos, a pesar de todos los esfuerzos de nuestros negociadores para rebajarlos a un valor contado equivalente a 7%. Es por esto que creo que una oferta similar a los valores contado de mercado actuales sería mayoritariamente aceptada por los acreedores y se convertiría en la oferta de máxima para nuestros negociadores. Ello implicaría hacer una oferta por un valor contado efectivo en los alrededores de \$30 billones de dólares.

Este monto equivale al doble de nuestras reservas internacionales, o al valor presente de un superávit de 2% del PBI (una renta de alrededor de \$3 bn anuales descontados al 10% anual vale \$30 bn.). Si la tasa de descuento fuera menor el superávit requerido caería proporcionalmente, pero eso equivale a decir que disminuye la prima de riesgo argentino que se use para evaluar el nuevo bono. La prima de riesgo será menor cuanto más creíble sea la fuente de financiamiento del bono.

El acuerdo final podría estipular un pago contado (usando parte de las reservas) y el resto con un bono, teniendo siempre en cuenta que cada \$15 billones de dólares de valor presente del bono representaría alrededor de un 1% del PBI de superávit.

Ya vimos que el superávit del 3% no implica una carga neta para el país sino una transferencia de fondos entre residentes. También buena parte de los pagos que se realicen a los tenedores de la deuda defaulteada tendrían el carácter de transferencia ya que ésta está en poder de argentinos, incluyendo nuestros fondos de pensión.

Los grandes tenedores de deuda saben muy bien que la paridad actual de mercado de 25%-30% de la deuda defaulteada caería significativamente si trataran de desprenderse de ella masivamente. Es por ello que creo que con una buena negociación se podría razonablemente acordar en un número algo menor.

Por ejemplo, y sólo a título ilustrativo, supongamos que con un valor contado de 20% se lograra el acuerdo final. Este 20% de una deuda de \$102 billones equivale a un valor contado de \$20 billones, el que podría ser saldado con un pago de \$5 billones de reservas y un bono que lleve un valor de mercado de \$15 billones, lo que requeriría un superávit adicional de 1% del PBI (suponiendo una tasa de descuento de 10%, el valor presente de un flujo anual perpetuo de \$1.5 es $\$15 = \$1.5/0.10$). De más está decir que el valor presente del nuevo bono será mayor cuanto más creíble sea el superávit y por ello menor será la tasa de descuento. Además, si la economía crece, el superávit requerido disminuiría en el tiempo ya que lo que hay que garantizar es el pago de \$1.5 billones anuales.

Los cálculos anteriores también requieren que los organismos multilaterales acepten refinanciar por un largo plazo nuestra deuda -aún no defaulteada- con ellos de \$32 billones y financiar los intereses por lo menos hasta que Argentina vuelva a entrar a los mercados de capitales a tasas razonables. Creo que esto sería posible de lograr si conjuntamente se llega a un acuerdo satisfactorio con los otros acreedores externos e internos.

La deuda tiene una solución económica posible, y ésta no pasa por el empobrecimiento del pueblo. La oposición política al pago de la deuda pasa por ignorar el hecho que los receptores del famoso 3% de superávit son mayormente argentinos como así también una buena parte de los tenedores de la deuda defaulteada.

El superávit fiscal requerido para pagar los BODEN permitió resolver la crisis desatada por la pesificación asimétrica y con ello se logró normalizar el mercado financiero y detener la caída a pico de la actividad económica. Yo diría que ese superávit es plata bien gastada. Quizá podamos usar parte de las reservas y algo más de superávit para terminar con esta ingrata situación y así lograr un crecimiento sustentable que nos beneficie a todos.

Canales de pobreza

Por Jorge A. Paz

1- La pobreza como una cuestión de medida

La manera más común de medir la pobreza consiste en fijar una línea o umbral de consumo en unidades monetarias, que permite clasificar a los hogares (y a la población residente en ellos) en dos grupos: los que alcanzan o superan dicho umbral (no pobres) y los que no lo alcanzan (pobres). Ese umbral no es caprichoso; refleja en dinero lo que la persona necesita para subsistir. Más específicamente, expresa el costo de una canasta de alimentos capaz de satisfacer un mínimo de necesidades energéticas y proteicas. Ejemplo: el valor de esa canasta para un varón adulto que reside en el Gran Buenos Aires (GBA) era, en mayo de 2003, de \$106,55.

En este cálculo se están considerando sólo los requerimientos kilocalóricos y proteicos imprescindibles para *funcionar biológicamente*. Pero el vocablo *pobreza* incluye además un componente necesario para *funcionar socialmente*. Este componente incluye elementos no alimentarios considerados también imprescindibles. De esta manera se llega a la idea de *línea de pobreza*, la que para el ejemplo del GBA, alcanza la cifra de \$232,28. Ese es el valor que se compara con el ingreso corriente. Si este último es menor a la línea, la persona es considerada pobre.

Un último tema general. Al menos en la Argentina, la unidad de análisis de la pobreza es el hogar y no la persona. Para obtener el umbral de pobreza por hogar se estima la cantidad de adultos equivalentes que lo conforman. Por ejemplo, las necesidades energéticas de un niño de un año de edad son de aproximadamente 1.170 kilocalorías diarias, lo que equivale al 43% de las 2.700 kilocalorías requeridas por un adulto varón entre 30 y 59 años. En ese sentido se dice que en términos de unidades consumidoras, un niño de un año equivale a 0,43 adulto.

Conocida la composición por edad y sexo de los miembros de un hogar, pueden obtenerse líneas de pobreza por hogar, dato que complementado con el de su ingreso monetario, permite identificar a aquellos que no superan el umbral preestablecido. El ejercicio se completa sumando la totalidad de hogares identificados como pobres y dividiendo ese valor por el total de hogares de un país, región o provincia. Se obtiene entonces del *head count ratio* o tasa de pobreza, el clásico indicador del nivel de la pobreza de ese país, región o provincia.

2- ¿Y para qué todo esto?

La explicación precedente es útil para entender qué significan las cifras de pobreza que aparecen a menudo en los medios de comunicación. Así, en mayo de 2003 se dijo que el 39,4% de los hogares en el GBA era pobre. Esto significa que según la medición lograda con datos de la Encuesta Permanente de Hogares realizada en mayo de 2003, el Instituto Nacional de Estadística y Censos (INDEC) encontró que en 39 de cada 100 hogares, los ingresos declarados por las personas no superaban el umbral de pobreza establecido para esa fecha y para ese lugar.

La cifra, si bien muy útil, dice relativamente poco sobre la gravedad de la situación. Imaginemos dos hogares compuestos por 3,50 adultos equivalentes cada uno. Si el umbral de pobreza es de \$232,3 por adulto equivalente, esos hogares tendrán una línea de pobreza de \$766,1. Ahora supongamos que el primero percibe ingresos monetarios por valor de \$350 (Hogar A) y que en el segundo (Hogar B), los ingresos alcanzan a \$765. Si bien ambos serán clasificados como pobres, queda absolutamente claro que la situación del Hogar A es peor que la del Hogar B desde el punto de vista del bienestar. Este problema puede ser analizado también desde la política pública. El costo para el Estado de sacar al Hogar A de la pobreza será de \$416,1, mientras que el de sacar al hogar B será de sólo \$1,1.

3- Canales de pobreza

Puede decirse que los hogares cuyos ingresos están por debajo de líneas de pobreza cada vez menores, presentan situaciones de pobreza cada vez más críticas. Los hogares con ingresos más bajos estarían ubicados en el núcleo duro de la pobreza; la pobreza más difícil y costosa de combatir y erradicar. De manera análoga, aquellos hogares cuyos ingresos están apenas un poco por encima del umbral de pobreza, presentan una situación de vulnerabilidad importante, en el sentido que cualquier shock transitorio podría empujarlos por debajo de la línea.

Son estos los fenómenos que pretenden captarse con la idea de *canales de pobreza* (CP). Un CP está formado por el conjunto de ingresos definido por un límite inferior y un límite superior. (En rigor, dos umbrales.) La unidad de medida podría ser la línea de pobreza. Para facilitar la exposición se distinguen a continuación los siguientes CP:

Canales	Umbral (límites)	Situación	Porcentaje de hogares	
			1995	2002
Canal 5	0-0,50 de la LP	Pobreza extrema	6,9%	23,0%
Canal 4	0,51-0,75 de la LP	Pobreza severa	6,8%	12,9%
Canal 3	0,76-1,00 de la LP	Pobreza	8,3%	10,5%
Canal 2	1,01-1,25 de la LP	Vulnerabilidad alta	8,6%	8,4%
Canal 1	1,26-1,50 de la LP	Vulnerabilidad media	8,0%	7,0%

Nótese que el canal 5 (situación de pobreza extrema) coincide aproximadamente con lo que el INDEC denomina *indigencia*. La principal ventaja de este esquema es que incorpora al análisis de la pobreza tres situaciones no consideradas en los estudios tradicionales: las de vulnerabilidad (representadas por los canales 1 y 2) y la de pobreza severa (canal 4).

En las dos últimas columnas del Cuadro 2 se muestra el porcentaje de hogares argentinos dentro de cada canal, en dos fechas diferentes: 1995 y 2002. Lo que el *head count ratio* reporta es el porcentaje acumulado desde el canal 5 al canal 3: 22% en 1995 y 46,4% en 2002. Pero la riqueza analítica descrita por el Cuadro 1 es notoriamente superior a la lograda con el *head count ratio*. Muestra, por ejemplo, cuáles fueron los canales más afectados el proceso de explosión de la pobreza y de la exclusión ocurrido en el país hacia fines de 2001.

4- Una aplicación

La idea de los CP abre la posibilidad de realizar análisis sobre temas relacionados con la distribución del ingreso entre los grupos más pobres de la población, como así también de explorar un importante tema en las discusiones de pobreza: la *movilidad social*. Estudios sobre este último tópico son escasos en la Argentina.

El análisis de la movilidad social requiere contar con datos dinámicos; esto es con información proveniente de visitas reiteradas de los encuestadores a los hogares, para conocer sus trayectorias a lo largo de un período dado de tiempo. La EPH permite construir paneles cortos (dos años) y conocer las transiciones de los hogares entre los CP previamente definidos.

En términos generales, hay dos tipos de movilidad social: la ascendente y la descendente. La primera se refiere a la transición desde los canales 5, 4, 3, 2 y 1, hacia los canales 4, 3, 2, 1 y 0. (Este último es el canal de la no pobreza.) La movilidad descendente, por su parte, se refiere a las transiciones desde los canales 0, 1, 2, 3 y 4 hacia los canales 1, 2, 3, 4 y 5. También es posible con estos datos examinar lo que en la literatura se conoce con el nombre de dependencia de estado: la probabilidad que tiene un hogar de ascender o descender en la estratificación social, dado su canal de origen.

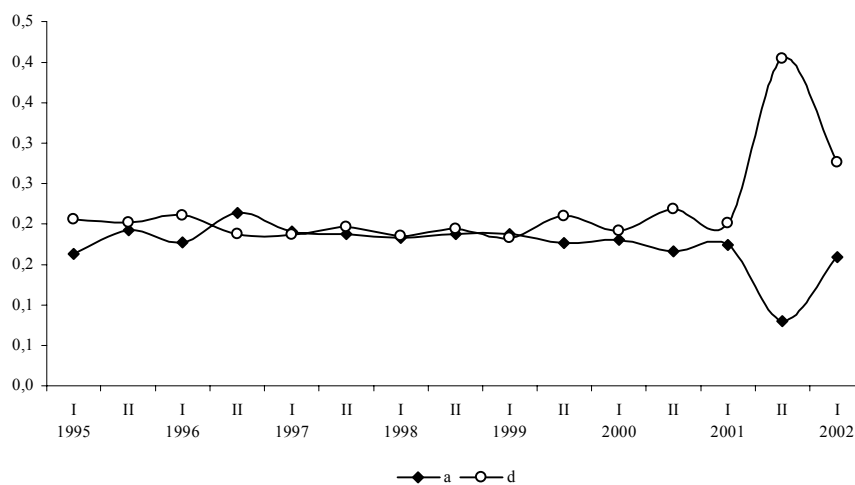
Veamos un ejemplo. En el cuadro siguiente se han clasificado a los hogares de la Argentina según el canal de pobreza en el mes de mayo de 1996 y su situación seis meses después: octubre de 1996. En total se pudieron seguir las trayectorias de 9.319 hogares entre esas fechas.

Canal en mayo de 1996	Canal en octubre de 1996						Total en mayo de 1996
	0	1	2	3	4	5	
0	4269	302	231	159	81	76	5118
1	267	196	163	91	65	42	824
2	175	123	247	174	69	55	843
3	115	67	159	273	159	103	876
4	68	41	87	133	293	195	817
5	58	40	51	100	169	423	841
Total en octubre de 1996	4952	769	938	930	836	894	9319

Esta disposición de la información permite ver que 423 hogares de los 9319 que fueron revisitados, permanecieron en situación de pobreza extrema entre las fechas analizadas. También se puede ver que de los 894 hogares que fueron identificados como extremadamente pobres en octubre de 1996, 195 provinieron del canal 4, 103 del canal 3 y así sucesivamente. Si se calculan proporciones horizontalmente se obtienen tasas de transición entre canales lo que habilita el estudio detallado de la movilidad social.

En el Gráfico 1 se reportan las tasas de movilidad ascendente y descendente calculadas con 15 matrices similares a la mostrada en el Cuadro 2. Puede verse claramente allí el impacto que sobre estas tasas tuvo la gran crisis de fines del 2001. Ésta golpeó no sólo a la tradicionalmente más volátil tasa de movilidad descendente sino también a la tasa de movilidad ascendente.

GRÁFICO 1
Tasas de movilidad ascendente (a) y descendente (d)
Argentina, 1995-2002



Muchas preguntas quedan aún por responder para pulir y mejorar este instrumento analítico. Entre ellas las más importantes son: ¿por qué hacer los cortes donde se los hace y no en otros niveles de ingreso?; ¿qué agrega este instrumento a otros ya estudiados en la literatura como las *curvas de incidencia de la pobreza*?; si lo que se desea es estudiar movilidad social ¿por qué no hacerlo examinando directamente el comportamiento de los ingresos individuales?; ¿debe exigirse a este instrumento la verificación de axiomas tales como los de monotonía y transferencia? Quizá al lector de esta nota le surjan otras preguntas que alerten sobre lagunas y/o trivialidades del concepto. Pero las formuladas hasta aquí ya bastan para sugerir que la idea promueve, al menos, la indagación futura. Lo que significa bastante.

El cuento de la Tasa de Interés

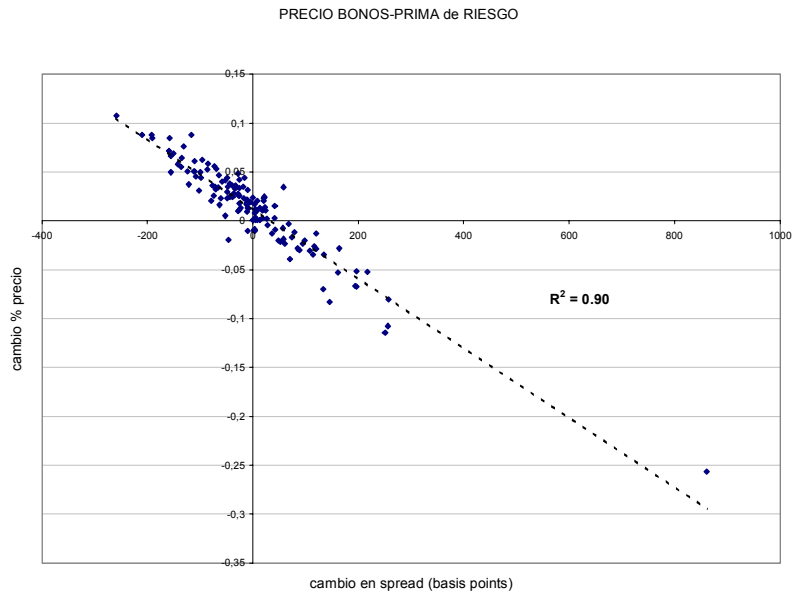
Por Ricardo Schefer

Es frecuente la publicación de trabajos que intentan explicar las crisis en países “emergentes” a partir de aumentos en las tasas de interés mundiales, o por contagios. Es también corriente que informes financieros, de “research”, y de la prensa especializada, pronostiquen malos augurios para los precios de bonos de países “emergentes” toda vez que se percibe mayor probabilidad de un aumento en la tasa de interés de corto plazo en EE.UU. y en los mercados desarrollados. Como la evolución de la tasa de corto plazo en dólares está casi perfectamente correlacionada con la tasa de fondos federales, la “Fed funds rate”, que es fijada por el comité de mercado abierto que encabeza el presidente de la Reserva Federal, frente a una insinuación de un aumento de la tasa de “Fed funds”, o una interpretación que tal insinuación existe, se genera este tipo de pronósticos sobre el valor de las deudas “emergentes”, crisis, y otras consideraciones asociadas respecto de los movimientos de capitales hacia el mundo no desarrollado.

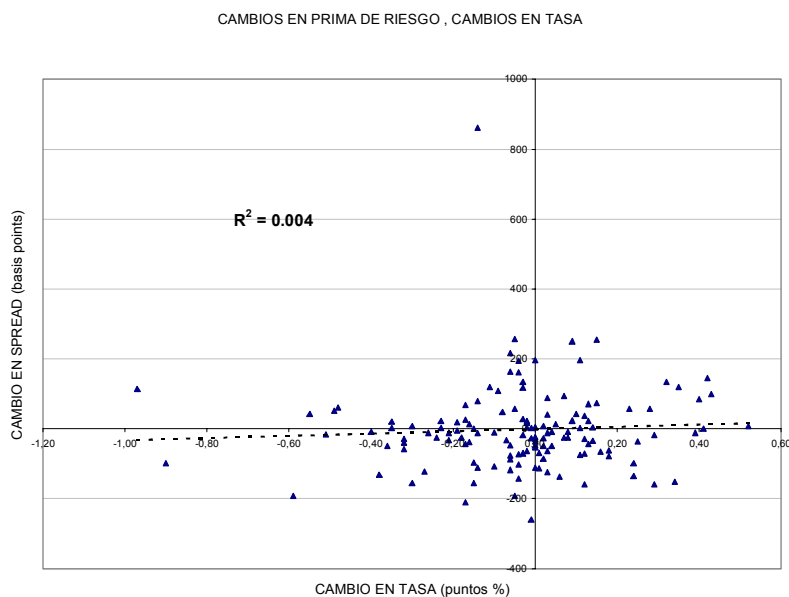
Una argumentación que justifica esta creencia es que para cualquier deudor es mejor que la tasa de interés sea baja. Esto es obvio, pero de orden muy secundario frente a otros factores. Uno es que los cupones de interés de la deuda “emergente” están asociados con las tasas de mediano y largo plazo, y no las de corto plazo. Además, dichos cupones reflejan tasas de algún momento del pasado, cuando fue emitida la deuda, de modo que las tasas corrientes de mercado no influirán en el presupuesto del emisor hasta que la deuda se renueve y se fijen los cupones de los nuevos bonos.

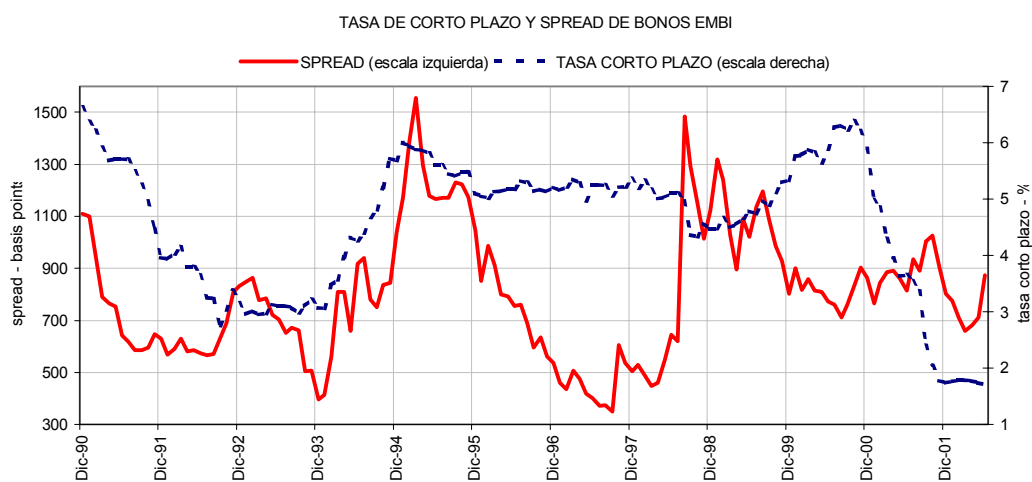
Otro factor que desplaza a las tasas de corto plazo como variable explicativa es que las tasas de mediano y largo plazo se determinan en el mercado, y no por el comité abierto de la Reserva Federal, y que no hay una correlación significativa entre los movimientos de las tasas de mediano y largo plazo y las de corto plazo. Es más, la diferencia entre ambas tasas es cambiante. Por ejemplo, el 30/11/2003 la tasa de los bonos del Tesoro a 10 años era 3.41% mayor que la tasa a 90 días, pero exactamente tres años antes la tasa a 10 años había sido 0.73% menor que la de corto plazo.

El factor que más relativiza la relación entre el valor de la deuda emergente y las tasas de corto plazo es que, como es sabido, los precios de mercado de la deuda están determinados por la prima de riesgo que se les exige por encima de la tasa de mediano y largo plazo. Esta prima está determinada por el riesgo percibido de las deudas, que cambia en el tiempo y en forma significativa, en función de las buenas o malas noticias respecto de los emisores de la deuda “emergente”. Esta prima de riesgo, y no la tasa de interés de corto plazo, determina casi con exclusividad los cambios en los precios de los bonos “emergentes”.



Es ilustrativo observar que las variaciones de la prima de riesgo de las deudas “emergentes” no están relacionadas con los movimientos en las tasas de interés de corto plazo, sino por los factores fundamentales de la performance económica de los países. Esto tiene un significado muy importante cuando se interpretan algunas explicaciones que se ensayan acerca de las causas de las crisis. Según lo que muestran los datos, las culpas y los méritos están en los fundamentos de los países emisores, y no en las tasas de interés en el mundo.





Fuentes: J.P. Morgan Emerging Markets Bond Index (EMBI Brady Narrow)
Federal Reserve

No es lo que parece...

Por Alejandro Gómez

Neoliberalismo, capitalismo salvaje, globalización, patria financiera, burguesía terrateniente, fondos buitres, pensamiento único, parecen ser algunos de los tantos calificativos con que se asocia al *monstruo de mil cabezas* llamado capitalismo. Desde la más profunda crisis económica e institucional de la Argentina, nuestros intelectuales, políticos y comunicadores sociales, en su gran mayoría hacen gala de un discurso esquizofrénico que predica una cosa al mismo tiempo que alaban o se benefician de lo opuesto con total naturalidad. El listado de tales contradicciones sería interminable. Como ejemplo de esto podría mencionar los siguientes casos: en el tema de los derechos humanos, los denominados *progresistas*, libran una batalla contra todo aquello que significa violación a los derechos del hombre, algo muy loable por cierto (¿quién podría oponerse a esto?), pero no dudan, en cuanta ocasión se les presenta, en apoyar a Fidel Castro, uno de los dictadores más detestables de la historia; otro caso es el de la “lucha contra la pobreza”: hemos escuchado hasta el hartazgo los discursos en los que nos explican las consecuencias calamitosas de la misma, pero a la hora de tomar decisiones y hacer alianzas, automáticamente nos alineamos con los países más pobres y atrasados del mundo, y no dudamos en poner en práctica cuanta medida económica haya fracasado a lo largo de la historia.

También hemos escuchado las quejas por el ingreso de productos del sudeste asiático en la década del noventa: se argumenta que esto destruyó la industria nacional, porque esos países tenían trabajadores con sueldos de hambre que implicaban una competencia desleal; hoy esas mismas personas hablan de exportar y de ganar nuevos mercados porque nuestra industria tiene costos competitivos, ya que el sueldo promedio es de 170 dólares mensuales. Me pregunto, si habrá habido en la historia mundial un discurso más incoherente que este.

Y para seguir con este “rosario de incoherencias”, quienes por años han criticado desde las aulas, la prensa y la tribuna partidaria la época del gran crecimiento nacional de las últimas décadas del siglo diecinueve y las primeras del siglo veinte, hoy sustentan su “romance” con el pueblo gracias a la extraordinaria productividad del campo argentino. En la segunda mitad del siglo veinte, términos como oligarquía vacuna, elite terrateniente, dependencia económica, etc., han sido comúnmente utilizados para definir una época nefasta que condenó al país a un modelo de desarrollo agro-exportador funcional a las potencias económicas del momento (tal era el discurso de los populistas-intervencionistas). De acuerdo a esta visión, lo que la Argentina debió haber hecho es promover la industrialización nacional para dejar de ser dependientes económicamente. Pues bien, ayer como hoy el discurso sigue siendo el mismo, y en consecuencia, las contradicciones también.

Desde finales de la década del treinta del siglo pasado, la mayoría de las aventuras distribucionistas fueron financiadas en gran parte gracias a la productividad del campo argentino. Y en la actualidad las cosas no han cambiado, ya que todo el *festival de planes sociales y subsidios* se financia principalmente gracias al denominado *boom de la soja y a las altas retenciones agropecuarias*. Ayer como hoy, el campo argentino saca las papas del fuego. Los que apoyan desde todos los ámbitos posibles la acción del Presidente y su ministro de economía, convirtiéndolos en hacedores de un *nuevo milagro argentino* (y van...), se olvidan de señalar que no hay nada nuevo bajo el sol. Nada ha cambiado. En realidad, la explicación de la recuperación que muestran los números oficiales se debe a las fluctuaciones del mercado internacional de granos. La globalización que ellos han *diabolizado*, es la misma que ahora los beneficia. El mercado con su *ley de oferta y demanda* beneficia a los productos que exporta el país, y por este mismo motivo entonces no hay crítica a la globalización ni a los mercados.

Se “olvidan” de mencionar que la gran cantidad de divisas que entran por exportaciones se deben a la “estrella” del momento, *la soja*, que alcanzó su cotización máxima en los últimos meses. Orgullosos muestran los números del incremento en la recaudación. Claro que recaudan más. ¿Pero cómo lo lograron? Castigando al sector más productivo de la economía nacional: el campo. Cientos de millones de dólares pasan de un sector productivo a otro que no lo es. ¿Piensa el gobierno que este *boom de la soja* durará por siempre? Esta película ya la vimos y no tiene un final feliz.

Todos aquellos que desde distintos ámbitos con su silencio o con su aprobación apoyan cada uno de los movimientos del presidente y su equipo de colaboradores, contribuyen a demorar la implementación de las reformas necesarias para lograr un crecimiento sustentable de la economía Argentina. Lo único que se ha hecho hasta el momento es repetir una vieja y fracasada receta, castigar a los más productivos para distribuirlo entre sus seguidores políticos, o para aquietar a los sectores más movilizadas de la oposición (i.e. la infinidad de grupos piqueteros que circula por las calles de nuestro país). No nos dejemos engañar, esta “recuperación” económica *no es lo que parece...*

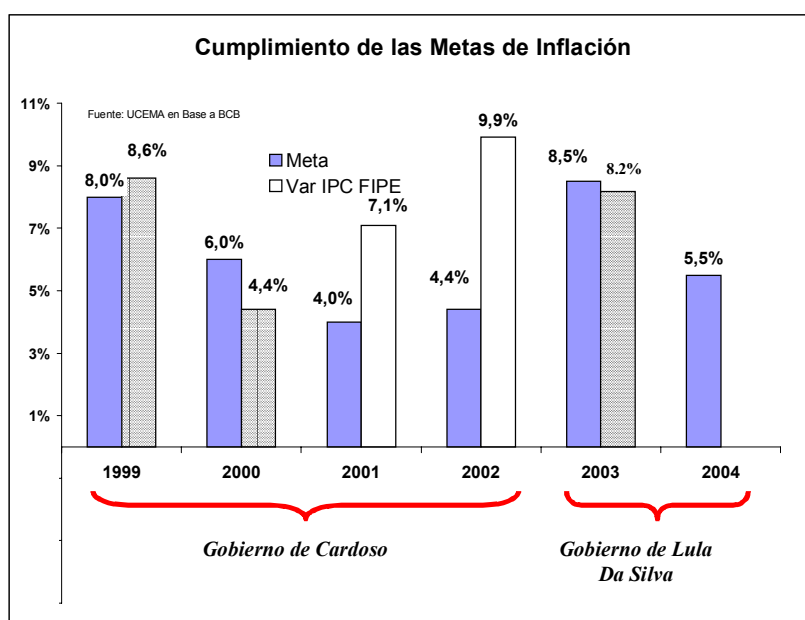
Mercados Emergentes

Brasil

Brasil y Argentina están en las antípodas en cuanto a la relación con los Organismos Internacionales. Esta contracara es, sin duda, una muestra más de la falta de una visión estratégica de nuestros gobernantes. La revisión del acuerdo firmado en noviembre será aprobada casi automáticamente por parte de la junta directiva. Esta aprobación liberará la posibilidad de acceder a un crédito previamente estipulado en el último acuerdo.

Las metas cuantitativas del año 2003 fueron cumplidas con el organismo y la nueva carta de intención estipula un superávit primario del Tesoro Nacional del orden del 4.25%, un crecimiento real del PBI del 3.5% y una meta de inflación del 5.5% anual.

Brasil se ha transformado en un ejemplo de cómo deben ser las relaciones con la comunidad financiera internacional. Sin duda la revisión del acuerdo con el FMI será exitosa.



La carta de intención firmada en noviembre estipula una meta de inflación del 5,5%, un superávit primario del 4,25% y un crecimiento del 3,5%.

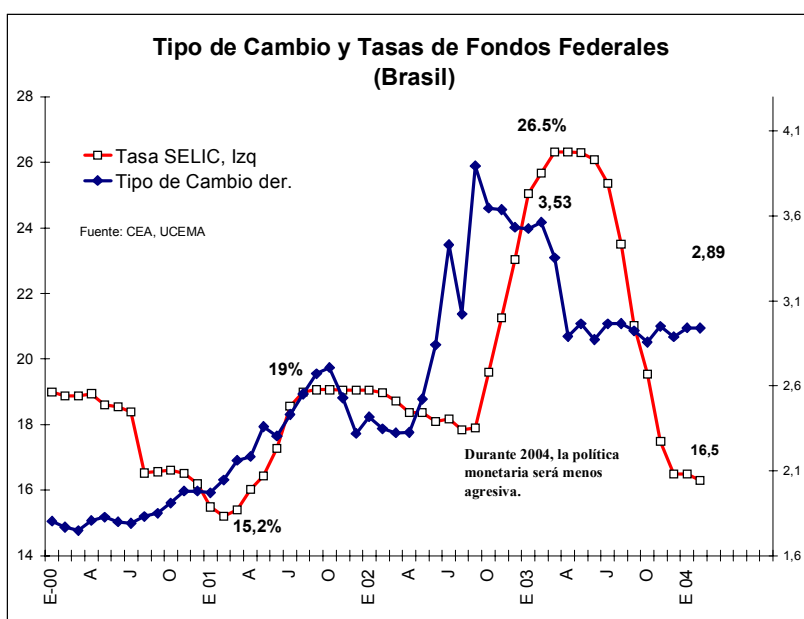
El año 2003 finalizó con un superávit primario del Tesoro Nacional del 4.33% del PBI. Este esfuerzo del gobierno, al sobrepasar las metas, lo coloca en una situación más holgada durante 2004. El aumento del gasto del Gobierno Central está primordialmente explicado por el aumento del costo de seguridad social que presenta un sendero creciente, lugar donde se deberá trabajar durante los próximos años.

Con respecto a la política monetaria del Banco Central podemos decir que ha obtenido resultados asombrosos. Luego de dos años de incumplimiento de la meta de inflación anual el Banco Central pudo cumplir con la misma. Por otro lado esto fue posible aún en un contexto de disminución de la tasa de interés de referencia (SELIC). Entre enero del año 2003 y febrero último la misma ha bajado 877 puntos básicos sin por ello condicionar un aumento en el sendero de crecimiento de los precios. A febrero del corriente año la tasa de interés de los Fondos Federales se ubica en 16.29%. Creemos que el año próximo la política monetaria deberá ser menos agresiva y esperamos que el sendero de caída de la tasa se desacelere. Los factores que determinan esto están relacionados con el hecho de que el gobierno se ha puesto una meta de inflación muy ambiciosa que exigirá un control monetario más estricto.

Con las reformas estructurales en marcha y mayor estabilidad macroeconómica, Brasil cumplirá la meta de crecimiento. En caso de ocurrir esto, la meta de superávit fiscal no será una preocupación para Lula Da Silva.

Mercados Emergentes

La variable que podría justificar un mayor crecimiento de la oferta monetaria de carácter no inflacionario se relaciona con el crecimiento. De cumplirse con la proyección de crecimiento de la carta de intención de 3.5% durante 2004, es posible que el gobierno pueda continuar con un cronograma de reducción de la tasa SELIC sin que ello implique el incumplimiento de la meta.



Durante el 2004, la política monetaria debería ser menos agresiva, ya que no es posible repetir una baja de la tasa de interés como la observada el año pasado.

El año 2004 podría ser decisivo para que la economía del Brasil comience a despegar. El gobierno de Lula Da Silva ha logrado mantener y en algunos casos profundizar el camino de las reformas estructurales; ésta debería ser una lección para los políticos argentinos.

México

El manejo prudente de la política monetaria del Banco Central de México ha permitido que se cumpla con la meta de inflación propuesta para el año 2003. El año pasado la inflación minorista alcanzó el 3,98% en tanto que los precios mayoristas crecieron 6,24%. Desde hace un año los precios minoristas han mostrado desaceleración mientras que los mayoristas se han estabilizado en torno al 6%.

Esta baja de la tasa de inflación estuvo acompañada con un proceso de disminución de la tasa nominal de interés, que entre enero de 2004 y enero de 2003 se redujo en 332 puntos básicos. Sumado a esto, el tipo de cambio nominal se ha mantenido estable a lo largo de 2003 en torno a los 10,9 pesos/u\$s, con una máxima cotización de 11,35 pesos/u\$s y una cotización mínima de 10,4 pesos/u\$s.

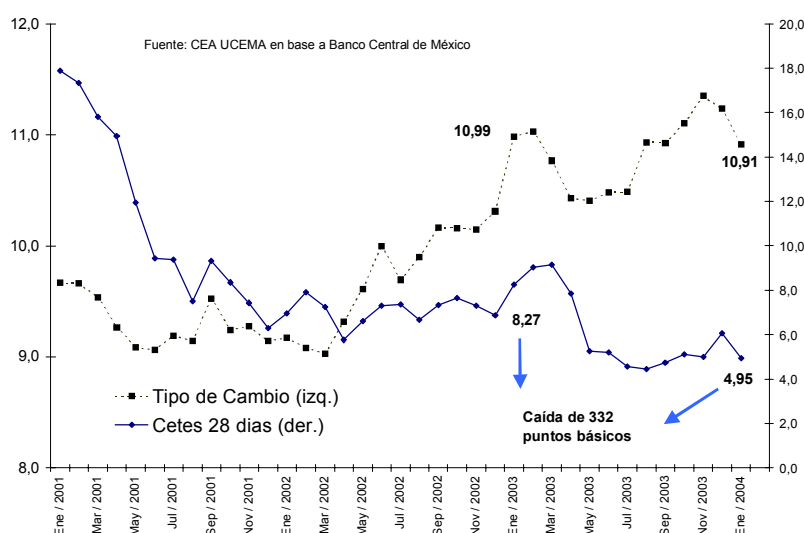
Al igual que en toda latinoamérica, las tasas de interés en México han caído a lo largo del último año.

Mercados Emergentes

El gobierno de Fox ha demostrado su capacidad de administración al mantener y mejorar los indicadores macroeconómicos; sin embargo no tuvo gran éxito en la implementación de reformas estructurales, por contar con una oposición férrea en el Congreso.

La moneda mexicana se ha estabilizado en torno a los 10,9\$ por dólar.

Tipo de Cambio y Tasa de Interés (CETES)



Más allá de los éxitos en materia macroeconómica, el gobierno de Fox no ha podido acelerar los cambios estructurales necesarios para garantizar una tasa de crecimiento mayor. Sin embargo la estabilidad lograda es un activo muy valorable.

Más allá de esto el presupuesto aprobado por el Congreso indica que el equilibrio fiscal no es materia de disputa política en México. Al proyecto original enviado por el Poder Ejecutivo sólo se le hicieron cambios menores y reasignaciones que no comprometen el futuro de los indicadores fiscales. El gasto programable para 2004 será menor al gasto ejecutado durante el pasado 2003. Con esto se proyecta un superávit fiscal del orden del 0.3% del PBI para la totalidad del año. La prudencia del Gobierno mexicano queda en evidencia al postular que durante el corriente año, y de la mano de la recuperación de la economía norteamericana, muy probablemente la economía crezca a una tasa sensiblemente superior a la del pasado año. Frente a este contexto, podría ocurrir que finalice el próximo año con un superávit aún mayor que el proyectado.

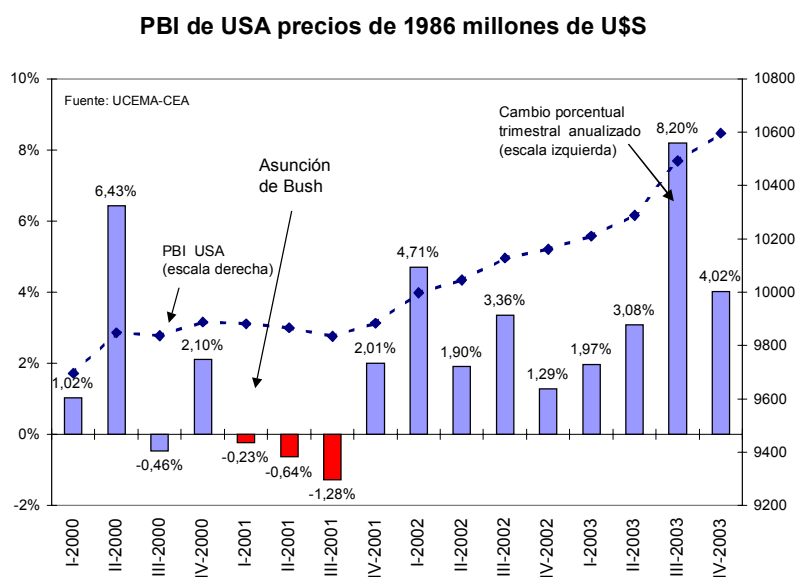
Sin duda, la economía en México comenzará a atravesar una notable recuperación. El gobierno de Fox no ha podido acelerar la reforma estructural, sin embargo, el sólo mantenimiento del equilibrio macroeconómico será condición suficiente para que durante el 2004 la economía retorne a un crecimiento más alto.

Mercados de Capitales

**Estados Unidos,
Europa y Japón**

La evolución de la economía norteamericana es incierta. Muchas decisiones no serán tomadas hasta que pasen las elecciones presidenciales (como dejó entrever Alan Greenspan respecto a una suba de la tasa de la FED). Además, continúan los efectos colaterales de la guerra. El 2003 cerró con un incremento del PBI en el último trimestre del año de 4%. A pesar del gigante déficit comercial (el 2003 cerró con un saldo negativo récord de u\$s 489 mil millones, u\$s 71 mil millones más que en el 2002), la debilidad del dólar está provocando un rápido incremento de las exportaciones, mayor al de las importaciones. Así, el peso del déficit de cuenta corriente sobre el PBI debería reducirse gradualmente. Por otra parte, el incremento de la competitividad no sólo deriva de la depreciación del dólar (transitoria), si no también de la caída del costo laboral unitario permanente, lo que explica que la industria esté elevando su ritmo de producción e inversión (el índice de producción industrial se ha incrementado próximo al 1% en los dos últimos meses de 2003). Los bonos de deuda de largo plazo han reducido su tasa casi consistentemente a lo largo de los últimos dos años, provocando una reminiscencia de los inversores a adquirir deuda norteamericana, a favor de los papeles de otros mercados.

La economía norteamericana continúa con enormes déficit, pero se están reduciendo. La constante mejora tecnológica implicó incrementos de productividad que se tradujeron en una mayor actividad industrial.



La insistencia de la Federal Reserve (FED) en mantener la tasa de referencia en el 1% no durará por mucho más tiempo, pero mientras esto dure, junto a una actitud igual de firme del Banco Central Europeo (BCE) en mantenerla en un 2%, continuará la huida del dólar a favor del euro. Sin embargo, aunque el dólar pueda mantenerse débil, e incluso llegar a cotizar ligeramente por encima de los 1,30 u\$s/euro, en el mediano plazo se iniciará su recuperación, motorizado por el buen desempeño de la economía norteamericana, y la preocupación europea en evitar una mayor pérdida de competitividad en sus exportaciones.

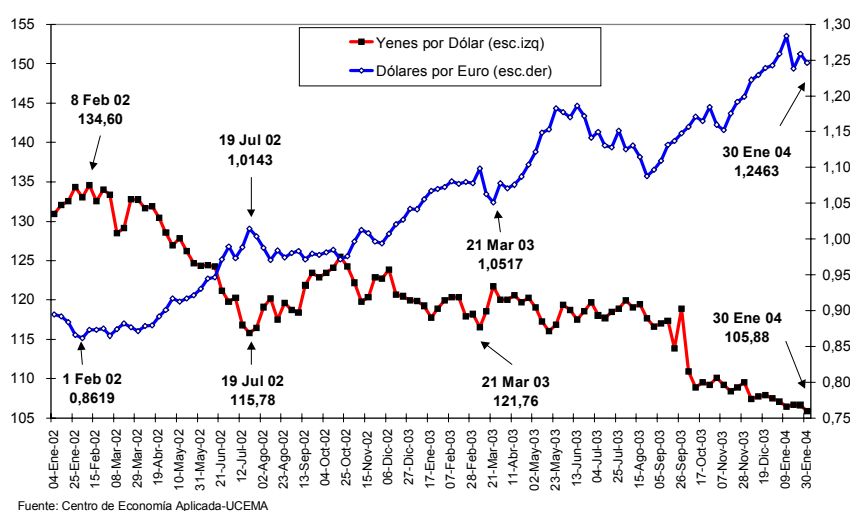
La FED mantiene la tasa de referencia en 1%, lo cual con la tasa del BCE en 2%, seguirá motivando la depreciación del dólar. Sin embargo, ello se revertirá en el mediano plazo.

Mercados de Capitales

Bush ha enviado al Congreso el presupuesto para 2005 de 2,4 billones de dólares (3,5% superior al actual), que prevé reducir el actual déficit récord presupuestado para el ejercicio en curso de 521.000 millones de dólares a 364.000 millones de dólares. Esto se lograría efectuando recortes en programas y gastos en 7 departamentos del gabinete. La tasa de desempleo se mantiene alta pero en lento descenso, pasando de 5,7% en diciembre a 5,6% en enero de 2003. La economía creció 3,1% en el 2003, y proyectamos que será de 4,2% para el año actual, si bien hay que esperar a ver la evolución del debate por el presupuesto en el Congreso y el ritmo de la campaña electoral.

Bush envió al Congreso el presupuesto para el 2005, el cual contempla un déficit de u\$s 364 mil millones. El presupuestado para el 2004 es de u\$s 521 mil millones, año que cerraría con un crecimiento del 4,2%.

Evolución del Euro y del Yen



En la Zona Euro el BCE está interesado en mantener la estabilidad evitando cualquier tipo de turbulencia, razón por la cual no reaccionará en el corto plazo a la apreciación del euro, interviniendo únicamente si el dólar superase la barrera de 1,35 u\$s/euro. En el cuarto trimestre de 2003 se observó una aceleración de la recuperación económica. El impulso viene del lado de la producción industrial, y del repunte de la demanda doméstica. La dinámica de la recuperación de la economía mundial ha compensado cualquier efecto adverso de la apreciación del euro sobre las exportaciones, permitiendo que la economía crezca 0,5% en el cuarto trimestre de 2003. A su vez, la producción industrial ascendió 1,1%, y el desempleo se mantiene en 8,8%. En todo el 2003 la economía creció 0,5% y estimamos que el 2004 finalizará con un crecimiento de 1,9% en la Zona Euro.

La Zona Euro muestra signos de reactivación en la actividad industrial, pero el desempleo se mantiene alto, y el crecimiento es muy moderado. No creemos posible que el euro continúe por mucho más tiempo su apreciación respecto al dólar.

En Alemania, la expansión de la economía del cuarto trimestre estimada en 0,3% no alcanzaría para evitar una contracción de 0,1% en el 2003. Sin embargo, hay un evidente despegue. La producción industrial se ha incrementado significativamente en el último trimestre (2,5%), luego de seis meses de estancamiento. Hay que destacar que queda pendiente la reforma al sistema impositivo, fundamental si se quiere alcanzar un crecimiento económico sólido. Creemos que la economía alemana crecerá en torno al 1,9% en el 2004.

Mercado de Capitales

La economía japonesa sigue firme, si bien subsisten algunos puntos oscuros. Las finanzas públicas enfrentan el problema de una insuficiente recaudación. Los impuestos sólo cubren el 51% del gasto del gobierno, consecuencia de una no muy eficiente reforma fiscal efectuada el año pasado. Las exportaciones están aumentando producto de los envíos a las filiales japonesas instaladas en china, y esto, junto a la –antes débil- expansión de la demanda interna, es un importante aporte al crecimiento, el que se mantendrá robusto a corto plazo, pudiéndose atenuar luego según cual sea la marcha del manejo fiscal y la solución de los problemas al sistema financiero. Ha sido también importante la baja de tarifas chinas a las importaciones. En definitiva, el 2003 cerraría con un crecimiento del 2,2%, y el 2004 en 2%.

Japón sigue creciendo moderadamente, pero su insuficiente recaudación fiscal podría ocasionarle problemas hacia fin de año.

Análisis Macroeconómico

Precios

Luego de un 2003 tranquilo en materia de incremento de la tasa de inflación surge el interrogante acerca de los precios relativos. Pasada la brutal confiscación de ingresos y destrucción de riquezas que sufriera la economía argentina como consecuencia de la devaluación y de los desaciertos en materia de decisiones económicas pareciera que hemos arribado a un nuevo escenario caracterizado por la estabilidad de precios pero con una terrible regresión en la capacidad de generar riqueza.

El índice de inflación minorista ha descendido y los salarios han comenzado a elevarse durante el año 2003. La dinámica de crecimiento de salarios nominales parecería ser más sensible al aumento del producto que a la inflación residual resultante de la devaluación, al menos en el corto plazo. Diversas razones pueden explicar porqué los salarios no crecieron a una velocidad mayor espiralizando el índice inflacionario. La clave habría que buscarla en la parálisis inicial que generó el desequilibrio de fines de 2001 y principios de 2002.

	2002	2003
IPC	41,0%	3,7%
IPIM	118,0%	2,0%
CVS General	0,7%	16,1%
CVS S Pub	0,7%	5,6%
CVS S Privado	3,1%	24,2%
CVS No Registrado	-5,5%	10,7%
TCN	239,2%	-12,7%
TCR	155,1%	-17,0%

Fuente: UCEMA CEA

Cabría preguntarse si la recuperación de la economía se puede sostener a este nivel de precios relativos y cuál es el horizonte de la misma. La sociedad argentina ha internalizado la pérdida de riqueza luego de la crisis y hasta ahora parece aceptar la destrucción de su capacidad de ingresos.

El costo de la redistribución y del nuevo set de precios relativos fue sin duda la pauperización del salario, que presionado por las excesivas regulaciones y el alto desempleo, no permitió una demanda de mayores ingresos.

Creemos que este nivel de precios relativos puede ser estable en el corto plazo pero es inconsistente con una tasa de crecimiento sostenible en el largo plazo. El desfase del precio real de las tarifas públicas debería ser una llamada de atención para las autoridades porque los precios son el único indicador confiable para evaluar las inversiones necesarias que puedan sostener el crecimiento.

La tranquilidad de los precios relativos podría estar explicada por el hecho de que la expansión monetaria fue absorbida por la creciente demanda de dinero.

Luego de la brutal confiscación de fondos y destrucción de riqueza, hemos arribado a un set de precios relativos que difícilmente pueda consolidarse en el tiempo, ya que la recuperación de la economía podría generar presiones inflacionarias.

Análisis Macroeconómico

Hasta ahora el manejo prudente de la política monetaria ha permitido una lenta apreciación nominal del tipo de cambio. Para ello sólo cabe recordar que en enero de 2003 el precio del dólar se ubicaba en torno a \$3,23 en tanto que a enero del corriente año el tipo de cambio nominal fue de \$2,94. Todo parece indicar que las autoridades tratarán de mantener el tipo de cambio real estable a los niveles actuales. El 2004 no presentará por el momento fuertes demandas de recomposición salarial (hasta ahora la estabilidad de los precios ha sido un bálsamo para dichos reclamos). Por otro lado, el atraso en el precio de las tarifas condicionará el crecimiento económico. Estos problemas se harán más evidentes pasado el primer semestre del año.

Hasta ahora la dinámica de crecimiento de los salarios nominales, parece ser más sensible al aumento del producto que al crecimiento de los precios.

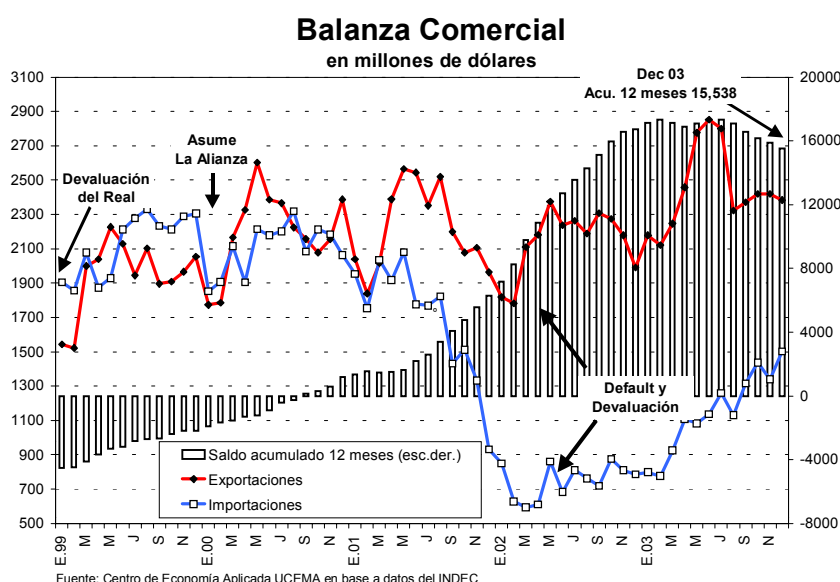
Comercio Exterior

Balanza Comercial

El 2003 cerró con niveles récord de exportaciones, por un valor de u\$s 29.349 millones, incrementándose 14% respecto al 2002, mientras que las importaciones cerraron en u\$s 13.813 millones, con un aumento anual del 54%, terminando el año con un superávit comercial de 15.536 millones de dólares.

En diciembre de 2003 las exportaciones alcanzaron los u\$s 2.383 millones, lo que implica un incremento del 20% respecto a diciembre de 2002. En cuanto a las importaciones, las mismas registraron en diciembre un valor de u\$s 1.503 millones, un 92% más respecto a diciembre del año anterior. Así, la balanza comercial de diciembre finalizó con un superávit de u\$s 880 millones.

El 2003 terminó con un nivel récord de exportaciones por u\$s 29.349 millones, importaciones por u\$s 13.813 y un superávit de la balanza comercial por u\$s 15.536 millones.



Esta performance sin precedentes se explica por precios internacionales en alza en algunos rubros junto a cosechas récord en el sector agroexportador (especialmente la soja, cuyo precio subió por la contracción en la oferta norteamericana al tiempo que se incrementó la demanda china motorizada por el fuerte crecimiento de su economía). Además, influyeron el tipo de cambio real alto y el consumo interno deprimido, por causa de la pérdida del poder adquisitivo. Respecto al impresionante incremento de las importaciones, al estar tan rezagadas, no alcanzan para compensar la moderada suba en las exportaciones.

El aumento de las exportaciones en 2003 obedece en un 9% a precios y en un 5% a cantidades, mientras que en diciembre se explica por guarismos del 10% y 8% respectivamente. En cuanto al incremento de las importaciones en el 2003, se debe en un 51% a un efecto cantidad, sin que se registren prácticamente variaciones en los precios.

El buen desempeño del sector externo se debe a precios internacionales en alza y cosechas récord, especialmente en el caso del complejo soja, que ya representa el 24% del total de exportaciones argentinas.

Comercio Exterior

La composición por grandes rubros de las exportaciones en 2003 muestra crecimientos destacados en todos los casos, a excepción de las Manufacturas de Origen Industrial (MOI) que crecieron un 1%. Los Productos primarios subieron 22%, lo mismo que las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA), mientras que los Combustibles y energía lo hicieron en un 12%. Desagregando un poco estos comportamientos, se explican del siguiente modo: el complejo soja (porotos, aceites y pellets y harina de soja) creció un 42%, representando así el 24% de las exportaciones argentinas en 2003. Las causas de dicha performance ya se explicaron. Los cereales se incrementaron un 8%, destacándose el maíz, que creció en volumen, mientras que los envíos de trigo se redujeron pese al aumento de su precio. También se destacan las exportaciones de miel, camarones y langostinos, todos por efectos precio. El desempeño de las MOA se explica principalmente por el aumento de Grasas y aceites y de harina y pellets de soja, ya mencionado. También crecieron carnes, vinos y jugos de fruta. La baja en las exportaciones de MOI se debe a la caída del Material de transporte terrestre y de metales. El Combustible creció por el envío de Carburantes y Gas de petróleo.

Todos los rubros de exportación han crecido en el 2003 a excepción de las MOI. Las MOA crecieron 22%, lo mismo que los Productos Primarios, y los Combustibles y Energía lo hicieron en un 12%.

Intercambio Comercial Argentino en el 2003				
Zona/país	Exportaciones según destino	Exportaciones mill. de dls	Importaciones según origen	Importaciones mill. de dls
Unión Europea	19,9%	5.836	19,6%	2.710
Mercosur	19,0%	5.582	37,4%	5.167
ASEAN, Corea, China, Japón e India	17,0%	4.987	12,7%	1.753
NAFTA	14,2%	4.177	18,7%	2.584
Resto	11,4%	3.337	8,3%	1.148
Chile	11,7%	3.421	2,1%	290
Resto ALADI	4,0%	1.180	0,8%	109
Medio Oriente	2,8%	830	0,4%	51

Fuente: Centro de Economía Aplicada, UCEMA en base a datos del INDEC

Respecto a las importaciones, en el 2003 crecieron todos los usos económicos, destacándose los Vehículos Automotores de pasajeros (193%) y los Bienes de Capital (93%).

Respecto a las importaciones, en 2003 crecieron todos los usos económicos: puntúan los Vehículos automotores de pasajeros (193%), los Bienes de Capital (93%), y los Bienes de Consumo (54%), destacándose luego los Bienes Intermedios (43%), y Piezas y accesorios para bienes de capital (46%). Entre los Bienes Intermedios se destacan los insecticidas, fungicidas, abonos, etc, y entre los Bienes de Capital, los aparatos de telefonía, cosechadoras y trilladoras.

Comercio Exterior

En el intercambio comercial por zona económica para 2003, la Unión Europea y el Mercosur fueron los principales destinos (20% y 19%), y con un 17% se encuentran los países asiáticos (ASEAN, Corea, China, Japón e India). Efectuando un análisis por país, el socio comercial más importante sigue siendo Brasil, adonde se exportó por U\$S 4.619 millones en el acumulado del año. Le siguen Chile, Estados Unidos y China. El saldo comercial con el Mercosur fue de 415 millones de dólares, menor que el tenido con cualquier otra zona económica, lo que se explica por la reducción del superávit comercial con Brasil, que se tornó negativo en 90 millones de dólares para todo el 2003.

Es auspicioso que se estén conversando algunos acuerdos comerciales que permitan diversificar más las exportaciones, como el reciente acuerdo de libre comercio entre India y el Mercosur que debería estar firmado en Julio, en virtud del cual es de esperar que aumenten considerablemente las exportaciones de aceite de soja (actualmente sometidas a un arancel 45%). India es el primer comprador mundial de aceite vegetal y Argentina el primer exportador. Como contrapartida, las recientes negociaciones celebradas en Puebla (México) por el ALCA, lamentablemente no resolvieron nada. Todas las partes se mantuvieron firmes en sus posiciones, y por ahora se pospuso el acuerdo. La principal diferencia entre Estados Unidos y el bloque del Mercosur pasa por el papel de los subsidios agrícolas, que Estados Unidos se niega a eliminar si no lo hace también la Unión Europea, razón por la cual proponen que esto se discuta en el ámbito de la OMC. Por otra parte, siguen su curso las negociaciones con la UE. Una rebaja generalizada de aranceles en la región es necesaria a los fines de que todos tengan libre acceso a todos los mercados, y por consiguiente, a todos los productos.

Las exportaciones y la balanza comercial terminaron el año en niveles récord. Las exportaciones continuarán con un buen desempeño durante 2004. Sin embargo, nos estamos aproximando al límite de la capacidad instalada, y de no haber nuevas inversiones, no hay mucho margen para sostener un crecimiento vigoroso de las mismas. Además, la recuperación del consumo seguirá empujando las importaciones, lo que reducirá el superávit de la balanza comercial.

En el 2003 la Unión Europea fue el principal destino de nuestras exportaciones (20%) seguido a un punto porcentual por el Mercosur. Por otra parte, Brasil es el país al que más se exportó, por u\$s 4.619 millones.

Lamentablemente siguen fracasando los intentos de llegar a un acuerdo en el marco del ALCA. Por otra parte, durante el 2004 seguirán incrementándose las exportaciones, pero se achicará el superávit comercial.

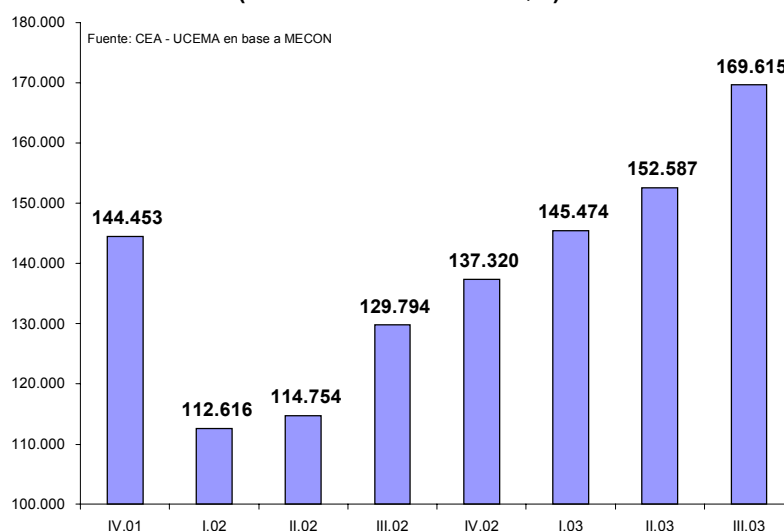
Análisis Fiscal y de la Deuda

Deuda

Indudablemente, la estrategia de negociación de Argentina con el resto del mundo, ha desconcertado a la comunidad internacional. El gobierno ha invertido las causalidades y quiere convertir a las víctimas en victimarios. En el plano local ha logrado que gran parte de la opinión pública entienda el problema de la deuda como una cuestión de soberanía nacional, aunque lamentablemente poco se reflexiona acerca de su coherencia y conveniencia: la inestable relación con los organismos multilaterales de crédito (hay que recordar que en la aprobación de la primera revisión del acuerdo con el Fondo, países como Gran Bretaña, Italia y Japón se abstuvieron de emitir su voto), las principales potencias mundiales y las idas y vueltas en cuanto a la solución del default más grande de la historia no hacen más que confirmar esta falta de sentido común. Otro hecho significativo es la nueva posposición del Banco Mundial para el tratamiento de un crédito de U\$S 5.000 millones, tal como ocurriera en diciembre último.

La estrategia argentina de renegociación de la deuda ha desconcertado al resto del mundo. La falta de coordinación con los principales países no hace más que confirmar la ausencia de sentido común.

**Evolución del Stock de Deuda Pública Nacional
(Miles de millones de U\$S)**



El endeudamiento sigue creciendo, totalizando 169.615 millones de dólares al final del tercer trimestre de 2003. A pesar de las ganancias por la pesificación de 2002, el stock de pasivos es ampliamente superior al de fines de 2001.

Paralelamente, el endeudamiento del sector público sigue en ascenso. Entre junio y septiembre de 2003, el stock de deuda de la Nación creció U\$S 17.000 millones, principalmente a causa de que el Estado reconociera deudas de las provincias, de la reconversión de los préstamos garantizados pesificados a los títulos originales en dólares, del rescate de cuasimonedas y de los adelantos del Banco Central a la Tesorería, entre los ítems más destacados. Con respecto a diciembre de 2002, los pasivos públicos nacionales se incrementaron 23,5%, es decir, U\$S 32.295 millones. Estos datos indican que el ahorro que generó el fisco al pesificar la economía, puesto que el stock de deuda a diciembre de 2001 era de U\$S 144.453 millones y al trimestre siguiente totalizaba U\$S 112.616 millones, ya fue largamente sobrepasado.

Análisis Fiscal y de la Deuda

La evolución de estos números no hace más que despertar una señal de alerta respecto de las medidas que debe tomar Argentina para solucionar el tema más preocupante de la economía como es la reestructuración de sus compromisos. Es evidente que el camino lógico y conveniente es una negociación adulta y madura, tanto con los entes multilaterales de crédito (que por el momento continúan siendo acreedores privilegiados) como con los inversores privados individuales e institucionales. En este sentido, la ausencia de una propuesta sensata para la reestructuración, los permanentes encontronazos con funcionarios del FMI y la posibilidad de que no se efectúe el pago del 9 de marzo al Fondo, no hacen más que posponer la solución del problema (agravándolo así), manteniendo la incertidumbre que imposibilita la generación de inversiones de largo plazo, que en última instancia son las que motorizan a las economías capitalistas modernas.

Tal vez el único aspecto positivo en el tema de la deuda sea la (aunque tardía) formación del sindicato de bancos que asistirán al gobierno en la reestructuración, ya que en los últimos días han comenzado las inhibiciones contra bienes argentinos en el exterior. De esta forma, en caso de que se dictaminen embargos, los acreedores se habrán asegurado el cobro de parte de su dinero a través de estos bienes inhibidos. Con este proceso en marcha y la gran cantidad de dudas de los mercados respecto de Argentina, es claro que la mejor estrategia es iniciar las negociaciones con los acreedores privados, de manera de facilitar la aprobación de la segunda revisión del acuerdo con el FMI y evitar entrar en default con organismos internacionales, puesto que ese camino sería aún peor.

La postergación de la solución del problema de la deuda mantiene la incertidumbre en la economía, desalentando las inversiones de largo plazo.

La formación del sindicato de bancos es el único aspecto positivo en el tema de la deuda. El comienzo de las inhibiciones sobre bienes argentinos en el exterior es un hecho.

Panorama Fiscal

Mientras que la evolución de las variables fiscales y monetarias detentan una trayectoria aceptable, los aspectos no cuantitativos de la economía (renegociación de la deuda pública, saneamiento del sistema bancario, creación de un “clima de negocios” que promueva la inversión privada) parecen estar estancados. Precisamente esto es lo que preocupa a la comunidad internacional, y constituye la traba más importante para la aprobación de la segunda revisión del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional.

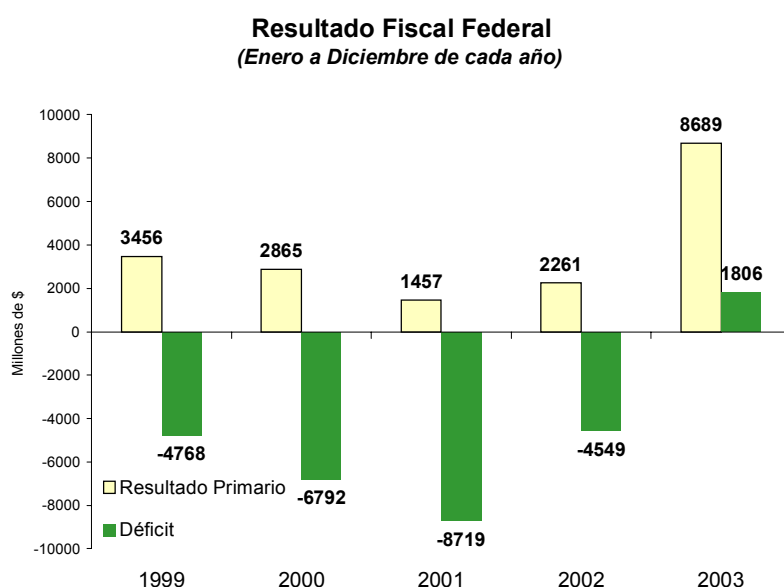
Las cuentas públicas han tenido una muy buena performance en 2003, producto del repunte de la actividad económica y del mantenimiento de una estructura impositiva sumamente distorsiva. La recaudación fiscal totalizó \$72.257,6 millones, 43% por encima de los valores de 2002. Los ingresos estuvieron compuestos principalmente por IVA (29%), Impuesto a las Ganancias (20,4%), gravámenes al Comercio Exterior (15,6%), Seguridad Social (13,4%) y Créditos y Débitos bancarios (8,2%). Así, se verifica que una suma importante de la recaudación (al menos un 20%) se sostuvo gracias a tributos que el gobierno se ha comprometido a eliminar, aunque parece no tener la idea de hacerlo en lo inmediato, puesto que se ha manifestado que durante el primer semestre de 2004 no se planea hacer ninguna reducción en las alícuotas.

Durante 2003 los ingresos fiscales crecieron 43%. El 20% de la recaudación estuvo explicado por impuestos que el gobierno se ha comprometido a eliminar.

Análisis Fiscal y de la Deuda

Por otro lado, el gasto primario ha crecido 30,4% durante el año pasado (poco más de \$19.000 millones), demostrando que este gobierno, a pesar de exhibir números superavitarios, no se diferencia de los anteriores en cuanto a que su política fiscal es procíclica. Cabe destacar que la mencionada variación del gasto primario está explicada casi en un 50% por el incremento de las transferencias a las provincias.

El gasto primario creció 30,4% en el último año, lo que muestra que la política fiscal del actual gobierno es tan procíclica como la de los anteriores.



Durante enero del corriente, los ingresos del sector público nacional han crecido casi 28% respecto del mismo período de 2003, ascendiendo a \$7.160 millones. Cabe destacar que el engrosamiento de las arcas estatales también ha sido en términos reales, aunque la medición en dólares sigue demostrando el proceso de pauperización que hemos sufrido desde inicios de 2002.

En cuanto al saldo de las cuentas públicas, la Nación ha mostrado un superávit primario de \$8.689 millones (284% superior al de 2002), cumpliendo así con la meta comprometida con el FMI en el acuerdo firmado en septiembre próximo pasado. En línea con esto, el resultado global fue de \$1.806 millones, revirtiéndose el signo negativo que este ítem presentaba desde 1994 ininterrumpidamente. La contracara de esto es la falta de pago del servicio de la deuda en default.

Con un superávit primario fijado en 3% del PBI para 2004 y la recaudación en ascenso, los recursos disponibles para el estado serán mayores a los proyectados, haciendo lugar a dos alternativas: que el excedente se dedique a ampliar el pago de intereses o que se dedique a incrementar el gasto público para mantener la meta primaria. Es claro que, en caso de escoger la primera alternativa, Argentina se encaminaría en un proceso de reencuentro con la comunidad financiera internacional, potenciando las posibilidades de crecimiento de mediano y largo plazo. La elección de la segunda opción probablemente genere algún crecimiento adicional de corto plazo, pero contribuirá al alejamiento del éxito futuro.

El 2003 cerró con un superávit primario de 8.689 millones de pesos, sobrecumpliendo la pauta con el FMI. De igual modo, el resultado global de las cuentas públicas fue levemente superior a los 1.806 millones de pesos, lo que es la contracara de la falta de pago del servicio de la deuda pública.

Análisis Monetario

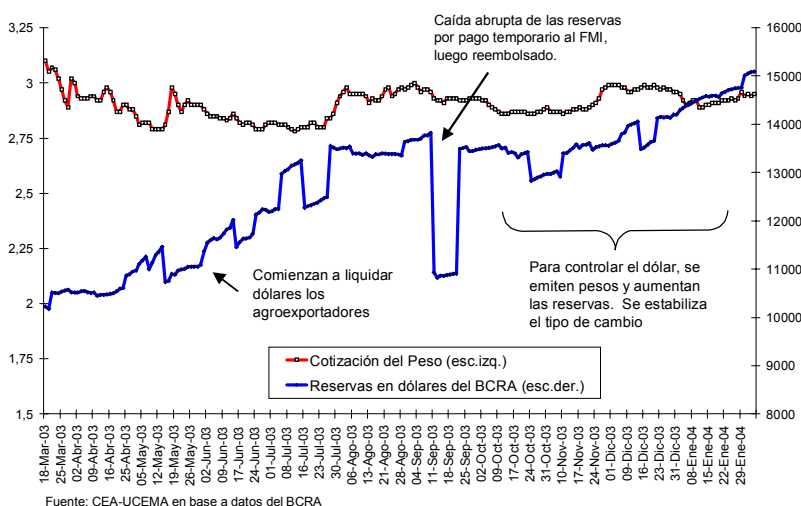
Moneda

Pasado el 2003, llegó para el BCRA el momento de la sintonía fina en su política monetaria. El año pasado se comenzó reduciendo las expectativas de inflación, para luego, a mediados del año, satisfacer la demanda de una mayor monetización de la economía. Ahora se ha iniciado la implementación del REM (relevamiento de expectativas de mercado) en virtud del cual consultoras y demás centros de estudios informan sus proyecciones monetarias, financieras y macroeconómicas, cuyos promedios son informados semanalmente por el BCRA. Así, se intenta dar mayor certidumbre a los agentes económicos, y se acepta el funcionamiento de un feedback entre el BCRA y el público, que ayuda a despejar las dudas sobre inflación y otras variables. Esto permitiría ajustar la política monetaria y apuntar a un objetivo de inflación específico (inflation targeting).

El dólar se ha mantenido en enero relativamente estable. Llegó a \$2,89 el 12 de enero, y desde entonces ascendió lentamente, hasta los \$2,99. Esto ha significado nuevas emisiones del BCRA, con la consecuente suba de reservas, las cuales terminaron enero con un nivel de u\$s 15.011 millones, una suba del 5,7% respecto a diciembre.

El BCRA está comenzando a hacer sintonía fina con la política monetaria, apuntalando las expectativas del público mediante una mejor comunicación para así reducir el grado de incertidumbre sobre las principales variables monetarias.

Evolución del stock de Reservas del BCRA y del Tipo de Cambio



El dólar se mantiene estable, y las reservas han superado los 15 mil millones de dólares. Además, prácticamente ha finalizado el Programa de Unificación Monetaria, quedando apenas un remanente de cuasimonedas en circulación.

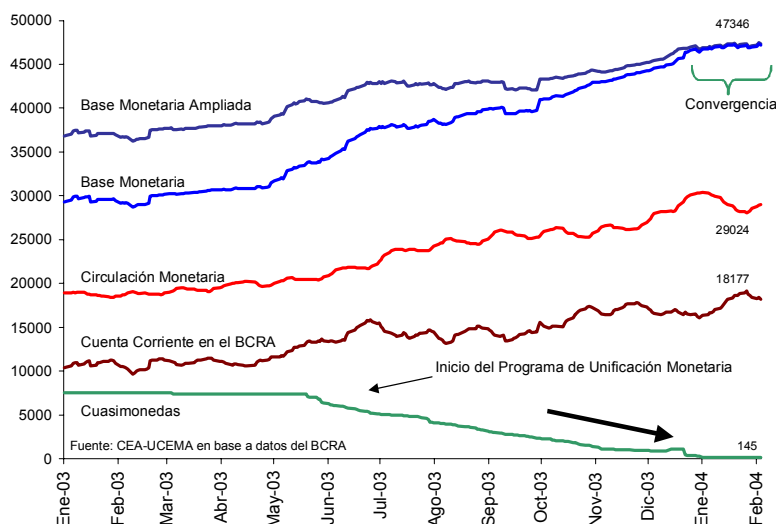
El Programa de Unificación Monetaria iniciado en mayo del año pasado ha sido exitoso, rescatándose ya cuasimonedas por \$ 7.355 millones (al 4 de febrero), quedando tan sólo un remanente de \$ 145 millones en circulación. Así, ya prácticamente se ha completado la convergencia entre la Base Monetaria (\$ 47.201 millones) y la Base Monetaria Ampliada (\$ 47.346 millones). Esta última ha crecido un 0,93% entre enero y diciembre. La circulación monetaria fue en enero de \$ 29.024 millones, contrayéndose un 5,84% respecto a diciembre. En el mismo lapso, las cuasimonedas se redujeron un 53,8%. La BMA se encuentra cerca del límite superior estipulado en el programa monetario hasta finales de abril. Considerando

Análisis Monetario

que prontamente comenzará a liquidarse parte de la cosecha gruesa, con lo cual habrá una presión bajista sobre el dólar, el BCRA necesitará aumentar sus emisiones (para mantenerlo cercano a los \$3), y esterilizarlas licitando más Lebacs, con lo que podría sobrepasarse dicha meta.

La circulación se ha contraído en enero en 5,84%, quedando \$ 29.024 millones, mientras que la Base Monetaria Ampliada ha alcanzado los 47.346 millones.

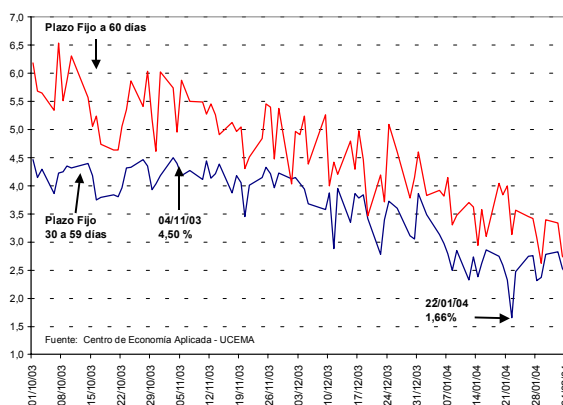
Evolución de la Base Monetaria Ampliada en miles de millones de pesos



Los depósitos del sector privado en pesos se incrementaron un 2,7%, destacándose en su composición la suba de las cajas de ahorro en un 8,7%.

En enero, los depósitos del sector privado en pesos (\$65.112 millones) aumentaron un 2,7% con respecto a diciembre, lo que se explica principalmente por un importante incremento de las cajas de ahorro (\$14.233 millones) del orden del 8,7%, y una suba del 3,4% en los depósitos en cuenta corriente (\$17.443 millones). Por otra parte, los plazos fijos no han mostrado cambios (\$33.436 millones), pero sí han ascendido levemente los Plazos Fijos sin CEDROS (0,8%). En cuanto a los CEDROS, estos siguen cayendo abruptamente (6,7%) quedando sólo \$ 3.239 millones en los bancos. El estancamiento de los plazos fijos se debe a su bajísimo rendimiento: los plazos fijos de 30 a 59 días comenzaron el año en 3,5%

Tasas de interes a 30 y 60 días



Los plazos fijos se mantienen casi invariables, debido al pobre rendimiento de sus tasas de interés, que para 30 días oscila por debajo del 3%.

y pronto se redujeron hasta alcanzar un piso del 1,66% el 22 de enero, y luego oscilaron por debajo del 3%. En cuanto a los plazos fijos a 60 o más días, finalizaron

Análisis Monetario

enero por debajo del 3,5%. Esto se explica en parte debido a la excesiva liquidez que hay en el sistema financiero. También influye el contexto externo, ya que la tasa de referencia de la FED se mantiene en 1%, la más baja en 41 años. Todo esto motiva una mayor inclinación por las Lebac y Nobacs que licita el BCRA, a pesar de su también bajo rendimiento. Al respecto, la mayor demanda se concentra en los tramos más largos y en las Lebac y Nobacs con CER. Estas últimas, en un contexto de mayores expectativas de inflación, son más atractivas.

Las licitaciones de Lebac y Nobacs se están concentrando en las que se indexan por CER, debido a las mayores expectativas de inflación.

Principales Indicadores del Sistema Financiero				
datos diarios en millones				
	Nov-03	Dic-03	Enc-04	Var. %
	63087	63394	65112	Dic 03/Enc 04
1-Depósitos Sector Privado en pesos				2,7%
Cuenta Corriente	16098	16866	17443	3,4%
Caja de Ahorro	12487	13099	14233	8,7%
Plazo Fijo	34502	33429	33436	0,0%
CEDROs	3747	3472	3239	-6,7%
Plazo fijo Libres	30.755	29.957	30.197	0,8%
2-Depósitos Sector Público en pesos	17176	16448	19017	15,6%
3- Total Depósitos en Pesos (1+2)	80263	79842	84129	5,4%
4- Depósitos en Dólares	1636	1758	1840	4,7%
5- Créditos al Sector Privado no financiero				
En moneda nacional	26906	27077	26847	-0,8%
En moneda extranjera	1312	1288	1335	3,6%
6- Reservas del Banco Central en Dólares	13559	14204	15011	5,7%

Fuente: Centro de Economía Aplicada, UCEMA en base a datos del BCRA.

Los créditos en pesos al sector privado han caído un 0,8% (en enero respecto a diciembre). Por otra parte, este año la inflación será mayor a la de 2003, debido en parte a las subas que habrá en las tarifas públicas.

Los créditos en pesos al sector privado no financiero alcanzaron en enero los 26.847 millones de pesos, contrayéndose un 0,8% respecto a diciembre. Esta leve rebaja se explica por: una caída del 1,36 % en los documentos a sola firma y personales, que representan el 32,22% del total de créditos. Por otra parte, los préstamos hipotecarios han descendido un 0,58% (equivalen a un 34,22% del total). Los “adelantos” crecieron 0,24% (12,36% del total) y finalmente, los préstamos “prendarios y otros” cayeron 1,13% (21,21% del total).

Este año la inflación mostrará un leve repunte, sobre todo en la medida que las tarifas de los servicios públicos se acomoden a la suba de sus costos. Esto significa que habrá saltos discretos en el nivel general de precios. De acuerdo a las metas del Programa Monetario 2004 del BCRA la inflación será de entre 7% y 11%. Además, prevemos una suba considerable del crédito en 2004, si bien aún existen ciertas reticencias del público a tomarlos, lo que irá menguando en la medida que los bancos extiendan los plazos. En cuanto al dólar, su cotización se mantendrá alta oscilando entre \$ 2,80 y \$3, aunque existe un riesgo, si bien bajo, de que se dispare un poco su cotización debido a la incertidumbre reinante en torno a la revisión de las metas por parte del FMI en marzo, y el vencimiento el 9 de marzo de u\$s 3.100 millones. Además, también impactará la evolución de las negociaciones con los acreedores privados de la deuda.

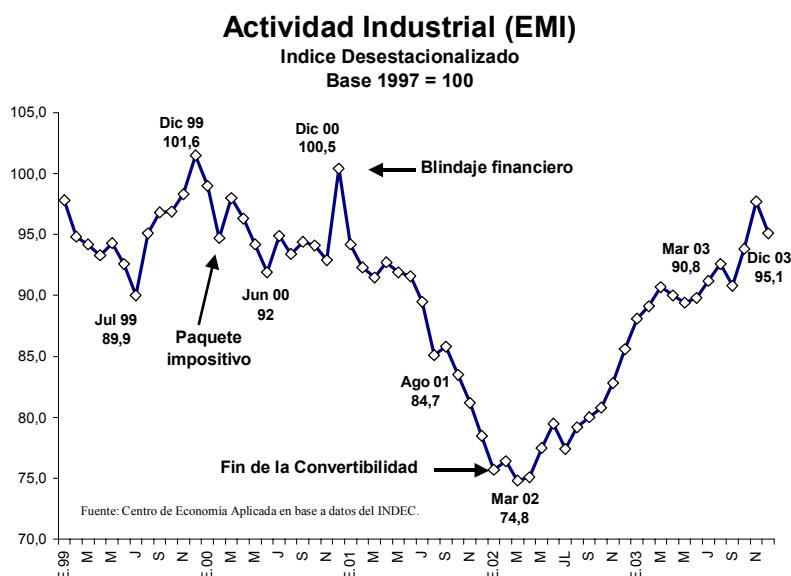
El dólar seguirá oscilando levemente, pudiendo descender con la liquidación de divisas proveniente de la cosecha gruesa, o bien subir si las negociaciones pendientes con los acreedores privados de la deuda se mantienen empantanadas.

Análisis Sectorial

Industria

La actividad industrial, medida oficialmente a través del EMI, presentó un alza del 13,2% en diciembre último, en comparación con el mismo mes de 2002, aunque registró una leve caída (2,7%) contra noviembre de 2003. La medición para todo el 2003 verificó un crecimiento del 16,3% respecto del año anterior; sin embargo, aún estamos lejos de alcanzar los valores previos a la crisis, puesto que seguimos más de un 10% por debajo de la marca registrada en 1998. La utilización de la capacidad instalada durante 2003 fue 64,8%, valor superior al 55,7% del período previo.

Mientras que en diciembre 2003 la industria creció 13,2% en relación al mismo mes del año anterior, durante todo el 2003 el incremento fue del 16,3%.



La utilización de la capacidad instalada durante todo el año fue de 64,8%, mayor en comparación con el 55,7% del año 2002.

En el desagregado por sectores, todos han registrado variaciones positivas durante 2003, a excepción de la industria láctea (-9%), como consecuencia del abandono de la actividad tambera en favor del agro. La industria alimenticia en su conjunto creció 4,5%, destacándose particularmente la producción de azúcar (+16,5%) y la elaboración de aceites y subproductos (+13,6%), esta última impulsada por la cosecha récord y el alza en el precio de la soja.

Por su parte, la producción de cigarrillos se expandió 8,3%, de acuerdo con una mayor demanda del mercado interno, quizá como sustituto de los encarecidos importados. La actividad textil, particularmente beneficiada a partir del cambio en el esquema de precios relativos de la economía, exhibió un incremento del 67,9%, como consecuencia de la mayor fabricación de tejidos y la producción de hilado de algodón. El repunte textil obligó a los empresarios a contratar más mano de obra y extender los horarios de funcionamiento de las plantas, aprovechando la capacidad ociosa existente, producto del gran número de inversiones que tuvo lugar en la década pasada.

El sector productor de papel y cartón creció 12,9% a lo largo de 2003, consecuencia de la mayor cantidad de pedidos a nivel local y externo. Los productos de imprentas y editoriales registraron un alza del 22,5%.

A lo largo del último año todos los sectores crecieron, a excepción de la industria láctea.

Análisis Sectorial

El procesamiento petrolero registró una subida del 3,9%, esencialmente como consecuencia del incremento en las ventas externas de los derivados del petróleo; en el mercado interno se verificó descensos en las ventas de naftas y kerosene, de acuerdo con el gran número de vehículos que se volcaron al uso del gas natural comprimido. Las empresas de la industria química acrecentaron sus actividades 15,6%, destacándose la elaboración de productos farmacéuticos (+19,3%), la producción de gases industriales (+18,2%) y de agroquímicos (+17,8%). El sector productor de caucho y plástico creció 14,6%, motorizado por la fabricación de neumáticos. La actividad del sector productor de bienes minerales no metálicos creció 27% el año pasado, liderada por el sector cementero.

Las industrias metálicas básicas subieron poco más del 12%. Detrás de este número se esconden cifras dispares, puesto que mientras que los productos en acero crudo subieron 14,6%, aquellos en aluminio primario hicieron lo propio en 1,3%. La industria automotriz creció 8,7%. En este último caso, el crecimiento de las ventas al público fue mayor que la variación en la producción, dado que en la economía existía un stock remanente de 2001 y 2002 que no había podido ser colocado, como consecuencia de la inexistencia del crédito y la negativa del público a adquirir bienes durables. La industria metalmeccánica excluida la automotriz tuvo una variación positiva del orden del 55,9%, claramente beneficiada por la devaluación.

Con relación a las expectativas de los empresarios para el primer cuarto de 2003, casi el 96% cree que la demanda interna se mantendrá o aumentará; igual proporción tiene previsto realizar ventas al exterior. En contraposición, casi el 50% de los empresarios no tiene previsto realizar inversiones durante el primer trimestre.

Sin duda la industria ha experimentado un importante repunte durante 2003, lo que no debería ser sorprendente, dado que el punto de comparación es la parte más profunda del pozo, el año 2002. La baja inflación y la baja volatilidad del tipo de cambio han contribuido a mantener una moneda depreciada en términos reales, lo que se traduce en magros salarios en dólares y la consecuente oportunidad de colocar bienes en los mercados externos. Paralelamente, un peso tan devaluado ha frenado las importaciones, favoreciendo doblemente a los empresarios industriales. No obstante, este panorama no podrá mantenerse indefinidamente, dado que los precios aún no han ajustado por completo, particularmente los del sector servicios. Igualmente, será necesario efectuar inversiones para expandir las plantas si es que se pretende mantener los niveles actuales de crecimiento, cosa que se verá dificultada hasta que reaparezca el crédito, el cual depende directamente de cuestiones más macro como el fortalecimiento del sistema financiero y la renegociación de la deuda.

La industria textil se vio particularmente beneficiada por el cambio de precios relativos, por lo que debió aumentar la contratación de mano de obra y extender los horarios de funcionamiento de las plantas.

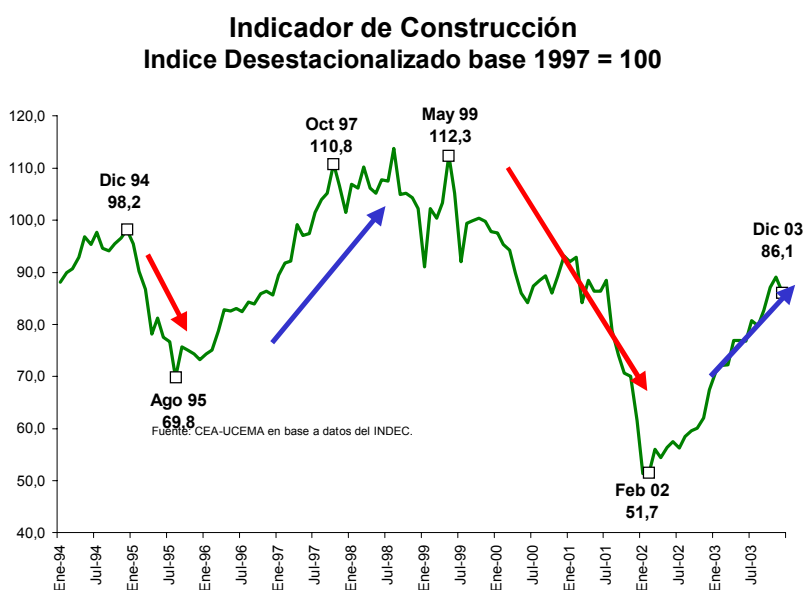
El crecimiento industrial se vio favorecido por un tipo de cambio real alto que no podrá mantenerse por mucho más tiempo, dado que los precios de la economía aún continúan en proceso de ajuste.

Análisis Sectorial

Construcción

En el mes de diciembre de 2003 el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) bajó un 3,4% con respecto a noviembre del mismo año. Comparado con diciembre de 2002 este índice subió un 30,9% acumulando durante el año 2003 un aumento del 37,6% con respecto al año 2002. Esto evidencia la recuperación de la construcción a partir del piso registrado en el primer semestre de 2002, aunque todavía no se alcanzan los niveles de actividad previos a la crisis. Todos los bloques que componen este índice tuvieron variaciones negativas en diciembre de 2003 en relación con el mes anterior. Por otro lado, al analizar la evolución a lo largo del año se destacan, por haber alcanzado en el último trimestre del año valores similares a los del año 2000, los bloques de edificios para viviendas y otros destinos. El bloque más rezagado continúa siendo el de obras viales, a pesar del fuerte impulso durante setiembre y octubre.

La actividad de la construcción creció en el 2003 un 37,6%. En particular, en diciembre, la variación interanual fue del 30,9%, pero contra el mes anterior se registró una caída del 3,4%.



Los puestos de trabajo en relación de dependencia del sector construcción aumentaron un 9,7% en el tercer trimestre de 2003 con respecto al trimestre anterior, y un 41,8% con respecto al tercer trimestre de 2002. La información correspondiente al último trimestre del año no se encuentra aún disponible, aunque de los datos de octubre y noviembre pasado se puede estimar que, de continuar la tendencia, el cuarto trimestre de 2003 mostrará un nuevo aumento con relación al tercer trimestre y la tercer suba interanual en esta serie trimestral.

En cuanto a los datos de despachos al mercado interno de los insumos de la construcción, en general se registraron variaciones negativas con respecto a noviembre de 2003: pinturas para construcción, asfalto, pisos y revestimientos cerámicos cayeron un 17,4% 10,4% y 6,3% respectivamente. Cemento cayó un 4,6% mientras que hierro redondo para hormigón disminuyó un 0,9%. Por otro lado, los ladrillos huecos mostraron subas del 14,3%. Comparado con igual mes

Los bloques de edificios para viviendas, y otros destinos, alcanzaron en el último trimestre de 2003 valores similares a los del año 2000. Las obras viales son las que menos se han recuperado.

Análisis Sectorial

del año anterior, se observaron en diciembre de 2003 subas del 93,7% en hierro redondo para hormigón; 40,3% en pisos y revestimientos cerámicos; 33,7% en cemento; 32,0% en ladrillos huecos; 17,3% en asfalto y 11,6% en pinturas para construcción. Los datos acumulados durante el año 2003 con respecto al año anterior registraron subas en todos los insumos: un 71,8% en ladrillos huecos 52,2% en hierro redondo para hormigón 45,5% en pisos y revestimientos cerámicos; 44,8% en pinturas para construcción; 29,0% en cemento y 19,5% en asfalto. Vale destacar que los destinos de insumos a obras públicas, especialmente viales, registraron un menor crecimiento durante el año 2003 en relación al resto de los insumos.

Si bien en el año 2003 el sector construcción mostró una importante recuperación, aún no se alcanzan los niveles de actividad y empleo de 1998. La falta de crédito limitará las posibilidades de expansión una vez agotada la etapa de recuperación. Un aumento en la obra pública tampoco alcanza para extender el crecimiento del sector. Los problemas para atraer capitales serán otro obstáculo que se deberá superar para consolidar la recuperación.

La consolidación definitiva del sector es función de la reaparición del crédito y de la vuelta de los capitales a la Argentina.

Servicios Públicos

Durante 2003 el consumo de servicios públicos creció 8,1%, destacándose el Transporte de pasajeros en trenes interurbanos (+38,5%) y el Transporte de carga en aviones de cabotaje (-8,5%) como los rubros con mejor y peor performance respectivamente.

Con respecto al último mes del año, el uso de servicios públicos creció 10,1% contra el mismo mes de 2002, como consecuencia del mejor desempeño de los sectores de Electricidad, gas y agua (+4,7%), Transporte de pasajeros (+9,6%), Transporte de cargas (+12,7%) y Telefonía (+15%). El sector Peajes fue el único que no presentó variaciones. En términos desestacionalizados, el indicador general mostró un retroceso del 2% respecto de noviembre.

Dentro del sector energético, tanto la generación de electricidad, la producción de gas como el consumo de agua crecieron en la comparación diciembre 2003 vs. diciembre 2002. Con relación al transporte, tanto el de pasajeros como el de carga presentó ascensos en cada uno de los rubros. En particular, con el rebote del PBI y la llegada del verano se ha incrementado el turismo interno, lo que influye en el repunte del transporte de personas. De igual modo, en las estadísticas sobre telefonía se observan mejores desempeños, particularmente en el rubro que se refiere a las llamadas realizadas a través de la red celular. El aumento del consumo se refleja en la mayor demanda de bienes que no son de primera necesidad, como es el caso de los teléfonos móviles.

Durante 2003 el consumo de servicios públicos creció 8,1%. En el último mes del año la variación fue de 10%, registrándose aumentos en todos los sectores, salvo en el sector peajes que se mantuvo inalterado.

Análisis Sectorial

La relación entre las empresas prestatarias de servicios públicos y las autoridades gubernamentales ha mejorado respecto de algunos meses atrás. Se ha conseguido promesas de inversión por parte de las principales firmas españolas y francesas (las concesionarias más importantes) a cambio de llevar adelante las renegociaciones contractuales correspondientes, que seguramente implicarán el necesario ajuste tarifario consistente con la continuidad de las inversiones y el abrupto cambio de precios relativos ocurrido durante el último bienio.

Se han conseguido promesas de inversión de las empresas concesionarias, a cambio de la concreción de las renegociaciones de los contratos que contemplan los ajustes tarifarios pendientes.



A pesar de esto, funcionarios nacionales han manifestado las intenciones oficiales de reestatizar el Correo Argentino y de mantener en manos públicas la aerolínea Lafsa. Sin duda el mayor riesgo de que estas empresas vuelvan a manos del estado es que sean utilizadas a efectos políticos, tornándose económicamente inviables e ineficientes, acrecentando las cuentas públicas.

El gobierno continua con la idea de tener empresas públicas, con el riesgo de que se tornen ineficientes en caso de ser usadas con fines políticos.

Apéndice Estadístico

YENES POR US\$							
fin de mes	valor	fin de mes	valor	fin de mes	valor	fin de mes	valor
31-Mar-99	118,72	30-Jun-00	105,80	28-Sep-01	119,48	27-Dic-03	119,90
30-Abr-99	119,45	28-Jul-00	109,19	25-Oct-01	122,80	31-Ene-03	119,95
28-May-99	121,46	25-Ago-00	106,95	30-Nov-01	123,40	28-Feb-03	118,19
25-Jun-99	121,43	29-Sep-00	108,02	28-Dic-01	131,07	28-Mar-03	120,02
30-Jul-99	114,50	27-Oct-00	108,56	25-Ene-02	134,34	04-Abr-03	120,05
27-Ago-99	111,50	30-Nov-00	110,34	22-Feb-02	133,99	25-Abr-03	120,32
24-Sep-99	103,92	29-Dic-00	114,43	29-Mar-02	132,74	30-May-03	119,39
29-Oct-99	104,07	26-Ene-01	117,42	26-Abr-02	128,53	27-Jun-03	119,67
26-Nov-99	101,75	23-Feb-01	116,04	31-May-02	124,34	25-Jul-03	118,89
30-Dic-99	102,47	30-Mar-01	126,14	28-Jun-02	119,78	29-Ago-03	116,61
28-Ene-00	107,08	27-Abr-01	124,01	26-Jul-02	116,47	26-Sep-03	118,86
25-Feb-00	110,16	24-May-01	119,99	30-Ago-02	118,69	31-Oct-03	110,08
31-Mar-00	102,69	29-Jun-01	124,67	27-Sep-02	122,83	28-Nov-03	109,55
28-Abr-00	108,16	27-Jul-01	123,39	25-Oct-02	124,23	26-Dic-03	107,51
26-May-00	106,96	31-Ago-01	118,74	29-Nov-02	122,66	30-Ene-04	105,88

Fuente: CEA-UCEMA

EUROS POR US\$							
fin de mes	valor	fin de mes	valor	fin de mes	valor	fin de mes	valor
31-Mar-99	0,927	30-Jun-00	1,048	28-Sep-01	1,099	27-Dic-03	0,960
30-Abr-99	0,947	28-Jul-00	1,073	25-Oct-01	1,121	31-Ene-03	0,932
28-May-99	0,959	25-Ago-00	1,108	30-Nov-01	1,116	28-Feb-03	0,927
25-Jun-99	0,963	29-Sep-00	1,135	28-Dic-01	1,132	28-Mar-03	0,927
30-Jul-99	0,934	27-Oct-00	1,190	25-Ene-02	1,155	04-Abr-03	0,934
27-Ago-99	0,956	30-Nov-00	1,146	22-Feb-02	1,142	25-Abr-03	0,906
24-Sep-99	0,959	29-Dic-00	1,067	29-Mar-02	1,147	30-May-03	0,850
29-Oct-99	0,950	26-Ene-01	1,085	26-Abr-02	1,110	27-Jun-03	0,876
26-Nov-99	0,983	23-Feb-01	1,089	31-May-02	1,074	25-Jul-03	0,869
30-Dic-00	0,992	30-Mar-01	1,140	28-Jun-02	1,011	29-Ago-03	0,911
28-Ene-00	1,010	27-Abr-01	1,123	26-Jul-02	0,996	26-Sep-03	0,871
25-Feb-00	1,026	24-May-01	1,167	30-Ago-02	1,020	31-Oct-03	0,862
31-Mar-00	1,047	29-Jun-01	1,177	27-Sep-02	1,023	28-Nov-03	0,818
28-Abr-00	1,100	27-Jul-01	1,141	25-Oct-02	1,024	26-Dic-03	0,805
26-May-00	1,072	31-Ago-01	1,097	29-Nov-02	1,006	30-Ene-04	0,802

Fuente: CEA-UCEMA

RIESGO PAIS									
EMBI Argentina									
Ptos. básicos		Ptos. básicos		Ptos. básicos		Ptos. básicos		Ptos. básicos	
Sep-01	1430	Mar-02	4238	Sep-02	6085	Mar-03	6956	Sep-03	4754
	1509		4578		6285		6929		4826
	1634		5140		6746		6667		5127
	1633		5192		6520		6159		5398
	1615		5062	Oct-02	6474	Abr-03	5638	Oct-03	5459
Oct-01	1887	Abr-02	4852		6553		5711		5370
	1865		4721		6425		5613		5410
	1714		4647		6265		5267		5615
	1838		4932	Nov-02	6115	May-03	5071		5752
Nov-01	2585	May-02	4918		6320		5281	Nov-03	6021
	2481		5188		6180		5495		6263
	2863		5420		6434		5379		6507
	2973		5978		6240		5343		6260
	3372		5979	Dic-02	6370	Jun-03	5068	Dic-03	6092
Dic-01	4155	Jun-02	6100		6290		4604		5760
	4107		6022		6180		4452		5583
	4753		6332		6300		4523		5629
	4967		7074	Ene-03	6245	Jul-03	4572	Ene-04	5581
Ene-02	3980	Jul-02	7174		5971		4956		5147
	4524		6764		6105		5042		5706
	4578		6715		6263		4669		5855
	4145		6660		6022	Ago-03	5191		5764
Feb-02	4682	Ago-02	7155	Feb-03	6115		5088	Feb-04	5843
	4419		6955		6322		4906		
	4039		6637		6367		5059		
	4174		6173		6736		4882		
			6430						

Fuente: JP Morgan

NIVEL DE ACTIVIDAD				
	Miles de pesos a precios de 1993			
	PBI		IBIF	
	nivel	var. anual	nivel	var. anual
1994	250308	5,8%	51231	13,7%
1995	243186	-2,8%	44528	-13,1%
1996	256626	5,5%	48484	8,9%
1997	277441	8,1%	57047	17,7%
1998	288195	3,9%	60839	6,6%
1999	278320	-3,4%	53019	-12,9%
2000	276173	-0,8%	49502	-6,6%
I.01	259200	-2,0%	41580	-9,5%
II	284796	-0,2%	46196	-6,2%
III	263127	-4,9%	42220	-17,2%
IV	248865	-10,5%	37002	-28,6%
2001	263997	-4,4%	41749,5	-15,7%
I.02	216849	-16,3%	22.719	-45,4%
II	246315	-13,5%	26.311	-43,0%
III	237417	-9,8%	26.714	-36,7%
IV	240361	-3,4%	30.388	-17,9%
2002	235236	-10,9%	26533	-36,4%
I.03	228596	5,4%	27659	21,7%
II	265402	7,7%	35024	33,1%
III	260681	9,8%	38127	42,7%

Fuente:CEA-UCEMA en base a datos de Sec.de Pol. Econ.

BALANZA COMERCIAL			
	En millones de dólares corrientes		
	Exportaciones	Importaciones	Saldo
2001	26612	20321	6291
Ene-02	1823,1	852,8	970
Feb-02	1801,1	627,2	1174
Mar-02	2060	592,3	1468
Abr-02	2145,4	610,6	1535
May-02	2343,2	861,9	1481
Jun-02	2212,4	686,6	1526
Jul-02	2210,7	813	1398
Ago-02	2150,6	764,3	1386
Sep-02	2250,6	717,1	1534
Oct-02	2229,1	874,2	1355
Nov-02	2160	807,1	1353
Dic-02	1966	781,5	1185
2002	25352	8989	16364
Ene-03	2125,9	797,8	1328
Feb-03	2072	776,9	1295
Mar-03	2222	923,6	1298
Abr-03	2469	1108	1361
May-03	2756	1082,4	1674
Jun-03	2868,1	1136,7	1731
Jul-03	2798,9	1259,2	1540
Ago-03	2322	1131	1191
Sep-03	2369,9	1314,9	1055
Oct-03	2421	1437	984
Nov-03	2419,7	1340,1	1080
Dic-03	2384	1502	882
2003	29228,5	13809,6	15419

Fuente: CEA-UCEMA en base a datos del INDEC

RECURSOS TRIBUTARIOS		
DGI + ADUANA + SEGURIDAD SOCIAL		
	millones de pesos	variación anual
Mar-01	3322	-12,9%
Abr-01	3538	-9,1%
May-01	4691	8,0%
Jun-01	4589	-4,9%
Jul-01	3858	-8,7%
Ago-01	4064	-3,5%
Sep-01	3503	-14,0%
Oct-01	3569	-11,3%
Nov-01	3468	-11,6%
Dic-01	2819	-28,3%
Ene-02	3411	-19,1%
Feb-02	3001	-20,3%
Mar-02	3077	-7,4%
Abr-02	2884	-18,5%
May-02	4827	2,9%
Jun-02	4615	0,6%
Jul-02	4987	29,3%
Ago-02	4731	16,4%
Sep-02	4344	24,0%
Oct-02	4764	33,5%
Nov-02	5021	44,8%
Dic-02	4814	70,8%
Ene-03	5600	64,2%
Feb-03	4654	55,1%
Mar-03	4807	56,2%
Abr-03	5457	89,2%
May-03	7149	48,1%
Jun-03	6481	40,4%
Jul-03	6507	30,5%
Ago-03	6055	28,0%
Sep-03	6116	40,8%
Oct-03	6285	31,9%
Nov-03	6394	27,4%
Dic-03	6752	40,3%
Ene-04	7160	27,9%

Fuente: CEA-UCEMA en base a Sec. de Hacienda

ENCUESTA PERMANENTE DE HOGARES		
Area Urbana		
Onda	Tasa de Desocupación	
May-91	6,9	
Oct-91	6,0	
May-92	6,9	
Oct-92	7,0	
May-93	9,9	
Oct-93	9,3	
May-94	10,7	
Oct-94	12,2	
May-95	18,4	
Oct-95	16,6	
May-96	17,1	
Oct-96	17,3	
May-97	16,1	
Oct-97	13,7	
May-98	13,2	
Ago-98	13,2	
Oct-98	12,4	
May-99	14,5	
Ago-99	14,5	
Oct-99	13,8	
May-00	15,4	
Oct-00	14,7	
May-01	16,4	
Oct-01	18,3	
May-02	21,4	
Oct-02	17,8	
May-03	15,6	
Sep-03	14,3	

Fuente: UCEMA en base a datos de INDEC

INDICADORES DE ACTIVIDAD						
	EMI		Construcción (ISAC)		Servicios Públicos	
	Índice Base 1997 = 100		Índice Base 1997 = 100		Índice Base 1996 = 100	
	Nivel	Var. Anual	Nivel	Var. Anual	Nivel	Var. Anual
Ene-01	87,3	-1,4%	91,7	-0,8%	144,5	8,6%
Feb-01	82,0	-5,6%	84,2	-7,8%	134,4	3,9%
Mar-01	91,3	-8,3%	89,1	-12,0%	145,9	6,3%
Abr-01	89,9	-1,5%	80,2	-1,8%	136,4	4,8%
May-01	92,7	-3,2%	82,4	2,0%	142,9	2,9%
Jun-01	91,7	-1,9%	79,2	1,5%	137,5	-1,0%
Jul-01	93,3	-4,5%	82,9	4,0%	143,1	-1,9%
Ago-01	91,1	-7,8%	83,1	-11,7%	137,7	-5,3%
Sep-01	87,2	-11,9%	77,3	-19,9%	132,1	-6,4%
Oct-01	89,2	-10,0%	77,9	-16,0%	134,3	-6,1%
Nov-01	85,0	-11,6%	78,3	-20,7%	130,0	-8,0%
Dic-01	75,3	-21,9%	60,4	-35,4%	131,5	-13,4%
Ene-02	69,8	-20,0%	52,0	-43,3%	127,6	-11,7%
Feb-02	68,1	-17,0%	46,8	-44,4%	117,3	-12,7%
Mar-02	71,0	-22,2%	55,4	-37,8%	127,8	-12,4%
Abr-02	76,4	-15,0%	53,5	-33,3%	123,2	-9,7%
May-02	79,1	-14,7%	53,6	-35,0%	128,1	-10,4%
Jun-02	77,3	-15,7%	51,0	-35,6%	126,8	-7,8%
Jul-02	82,0	-12,1%	54,0	-34,9%	135,3	-5,5%
Ago-02	83,4	-8,5%	60,9	-26,7%	129,1	-6,2%
Sep-02	83,2	-4,6%	61,8	-20,1%	123,6	-6,4%
Oct-02	85,4	-4,3%	67,2	-13,7%	126,5	-5,8%
Nov-02	85,5	0,6%	69,0	-11,9%	124,9	-3,9%
Dic-02	83,4	10,8%	68,2	12,9%	130,2	-1,0%
Ene-03	82,3	17,9%	71,2	36,9%	129,9	1,8%
Feb-03	79,7	17,0%	65,4	39,7%	119,4	1,8%
Mar-03	88,8	25,1%	72,3	30,5%	130,0	1,7%
Abr-03	88,0	15,2%	74,1	38,5%	126,6	2,8%
May-03	89,7	13,4%	72,5	35,3%	135,5	4,8%
Jun-03	89,7	16,0%	67,8	32,9%	134,9	5,7%
Jul-03	95,7	16,7%	78,6	45,6%	146,8	8,3%
Ago-03	95,9	15,0%	80,9	32,8%	142,4	9,8%
Sep-03	95,7	14,9%	89,2	44,3%	139,8	12,3%
Oct-03	100,2	17,2%	97,0	44,3%	145,5	14,1%
Nov-03	98,1	15,1%	95,7	38,7%	143,0	14,5%
Dic-03	94,4	13,2%	89,2	30,8%	143,7	10,4%

Fuente: UCEMA en base a datos del INDEC

INDICADORES MONETARIOS (Promedios Mensuales)								
	Depósitos en Pesos		Depósitos en Dólares		Préstamos en Pesos al sector privado		Reservas del BCRA	
	millones \$	var. anual	millones US\$	var. anual	millones \$	var. anual	millones US\$	var. anual
Mar-01	31575	-10,7%	51240	6,7%	21176	-11,8%	25467	-4,9%
Abr-01	31796	-8,7%	50876	4,8%	21125	-11,4%	23699	-11,5%
May-01	31429	-12,4%	51799	4,9%	20731	-14,5%	22752	-14,6%
Jun-01	30953	-15,1%	52612	5,2%	20794	-13,4%	22484	-16,9%
Jul-01	28123	-22,0%	49474	-1,6%	19681	-16,9%	20554	-27,1%
Ago-01	26345	-26,9%	48548	-4,4%	18937	-19,9%	17169	-36,3%
Sep-01	26357	-26,4%	50093	-3,0%	18634	-20,8%	20067	-23,8%
Oct-01	23968	-31,3%	49713	-4,0%	18128	-24,0%	20361	-22,7%
Nov-01	22049	-35,3%	46749	-9,2%	17217	-27,2%	20299	-17,8%
Dic-01	20230	-40,4%	46643	-10,0%	13516	-42,0%	19373	-23,5%
Ene-02	24672	-28,6%	49991	-5,2%	18445	-19,4%	19494	-28,8%
Feb-02	36392	2,6%	38966	-25,7%	27624	21,0%	15843	-42,3%
Mar-02	61110	93,5%	8834	-82,8%	31926	50,8%	13389	-47,4%
Abr-02	62185	95,6%	2867	-94,4%	37561	77,8%	12454	-47,4%
May-02	61018	94,1%	1157	-97,8%	37190	79,4%	11027	-51,5%
Jun-02	59548	92,4%	955	-98,2%	35473	70,6%	9910	-55,9%
Jul-02	59514	111,6%	839	-98,3%	33791	71,7%	9205	-55,2%
Ago-02	60278	128,8%	885	-98,2%	32864	73,5%	9015	-47,5%
Sep-02	60620	130,0%	843	-98,3%	31051	66,6%	9372	-53,3%
Oct-02	61479	156,5%	883	-98,2%	30130	66,2%	9574	-53,0%
Nov-02	63123	186,3%	950	-98,0%	29647	72,2%	9881	-51,3%
Dic-02	64322	218,0%	953	-98,0%	29004	114,6%	10261	-47,0%
Ene-03	62821	154,5%	1014	-98,0%	29774	61,4%	9961	-48,9%
Feb-03	62635	71,8%	1105	-97,2%	29223	5,8%	9691	-38,8%
Mar-03	63461	3,8%	1218	-86,2%	28273	-11,4%	10360	-22,6%
Abr-03	64048	3,0%	1280	-55,4%	27770	-26,1%	10597	-14,9%
May-03	68061	11,6%	1438	25,5%	27464	-26,2%	11065	0,3%
Jun-03	72395	21,6%	1513	61,0%	27249	-23,2%	11845	19,5%
Jul-03	74621	25,3%	1617	94,2%	26667	-20,8%	12828	39,4%
Ago-03	76208	26,1%	1694	91,4%	26575	-18,5%	13446	49,2%
Sep-03	77667	27,9%	1796	112,0%	26794	-13,5%	12622	34,7%
Oct-03	81045	31,8%	1884	113,4%	26737	-11,2%	13311	39,0%
Nov-03	84061	33,1%	1943	105,1%	26742	-9,8%	13409	35,7%
Dic-03	85300	32,6%	2062	116,4%	27045	-6,8%	13882	35,3%
Ene-04	87809	39,8%	2173	114,4%	26827	-9,9%	14590	46,5%

Fuente: Centro de Economía Aplicada en base a datos del BCRA.

Staff del Centro de Economía Aplicada

Director

Carlos A. Rodríguez

Economistas del CEA

Mariano Fernández

Joel Sebastián Schneider

Martín Monastirsky

Suscripciones

Gladys Maddalena

4-314-2269