



## La Economía Argentina durante el Segundo Trimestre de 2002 y Evolución Reciente<sup>(\*)</sup>

■ Si bien aún es prematuro referirse a un cambio de tendencia, durante el segundo trimestre de 2002 se produjo cierta recuperación en el nivel de actividad económica. Se interrumpió así un largo período con caídas trimestrales del PIB desestacionalizado, que para colmo se había profundizado en los dos últimos trimestres de 2001 y el primero de 2002, en los cuales las disminuciones alcanzaron promedios trimestrales del 5%, siempre en términos desestacionalizados. En efecto, el trimestre bajo análisis el PIB mostró una suba de 0,9%, sin estacionalidad, respecto al trimestre anterior, y una caída del 13,6%, con estacionalidad, con relación al mismo trimestre de 2001.

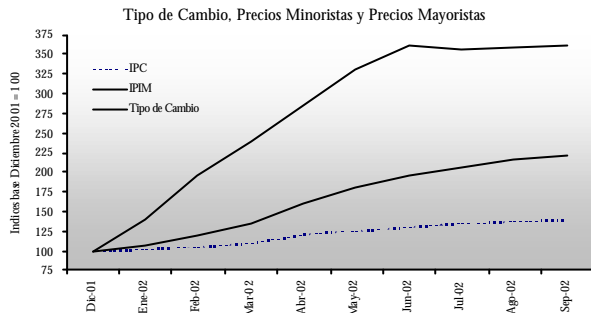
La información correspondiente a los primeros dos meses posteriores al segundo trimestre, es decir, julio y agosto, aunque algo más débiles que la de los meses anteriores, permite alentar la probabilidad de que la caída de la actividad haya alcanzado un piso en el primer trimestre de 2002 e iniciado a partir de allí una fase de recuperación. No es un dato menor el hecho de que el peso dentro del EMI de los sectores que muestran crecimiento desestacionalizado en los primeros ocho meses tras la liberación del tipo de cambio es de aproximadamente un 75% del total. Sin embargo, estas primeras señales positivas requieren ser confirmadas por nuevos datos para poder aseverar que se haya superado la fase recesiva del ciclo. Es justo decirlo, esta insinuante recuperación no está exenta de riesgos, por lo que sigue siendo necesario que la política económica persevere en su objetivo de resolver los desequilibrios más importantes que todavía aquejan a la economía argentina.

En lo que va de 2002 se fue generando una creciente depreciación real del peso (si bien algo atenuada en el tercer trimestre), como resultado de la persistente suba en el tipo de cambio nominal que fue acompañada de un bajo traslado sobre los precios domésticos. Este bajo traslado de la depreciación a precios puede explicarse, por un lado, por la herencia de una baja inflación en el período previo a la modificación cambiaria, y por otro lado en el período posterior, por la consolidación de políticas monetarias y fiscales consistentes con una tasa de inflación reducida. Estos acontecimientos permitieron que no se pierda la noción sobre los precios relativos fundamentales de la economía. De esta manera, y dada la magnitud de estos cambios, no debían causar sorpresa las modificaciones que se advierten en las producciones relativas de los distintos sectores productivos. Conjuntamente con el cambio de precio relativo entre los bienes transables y no transables internacionalmente, se manifestó también una modificación importante en los precios relativos de los factores de producción (abaratamiento del salario respecto de la renta del capital). Así, de acuerdo con las series desestacionalizadas que componen el Estimador Mensual Industrial (EMI) del INDEC, se vislumbra que los sectores que presentan mayores tasas de recuperación luego de la liberación cambiaria son aquellos que producen bienes transables internacionalmente (sean exportables o sustitutivos de importaciones), y en particular los relativamente más trabajo intensivos.

Estos efectos, preponderantes en el corto plazo (pero que se espera perduren durante los próximos años), no necesi-

(\*) La versión en idioma inglés de este capítulo puede encontrarse en internet, en la dirección "<http://www.mecon.gov.ar/report/intro42ing.pdf>".

riamente definen la estructura del país en el largo plazo, y tendrían que irse amortiguando con la apreciación cambiaria real que debería ir acompañando la fase de recuperación de la economía. Es de esperar que la misma se produzca por caída o estabilidad en el tipo de cambio nominal más que por mayor suba de la tasa de inflación.



Una de las batallas que se ha podido vencer es la de desactivar los temores de que se dispare un proceso de hiperinflación. En efecto, el segundo trimestre arrancó con una evolución de los precios internos muy desfavorable, con subas del 10,4% en el índice de precios al consumidor y del 19,9% para el índice mayorista en el mes de abril. Tal desempeño dio lugar a que a fines de ese mes y principios de mayo varios observadores y analistas económicos (del país y del exterior) fuesen pesimistas en cuanto a la inminencia de un proceso hiperinflacionario. Lejos de ello, la tasa de inflación fue bajando sustancialmente en los cinco meses siguientes hasta registrar en septiembre un 1,3% para los precios al consumidor, y si bien la inflación mayorista fue más elevada, su tendencia también fue marcadamente en baja. La razón de este mejor desempeño de los precios internos fue la estabilidad que presentó el tipo de cambio a partir de un manejo prolijo de la política monetaria, que a su vez fue consistente con una política fiscal prudente. En los últimos meses la política monetaria se orientó a reducir los importantes desequilibrios monetarios que se venían registrando en la primera parte del año y que culminaban en una cuantiosa asistencia financiera del BCRA a las entidades. A medida que se

fueron disipando los fantasmas hiperinflacionarios, se fueron recuperando muy paulatinamente los depósitos, aumentó consecuentemente la demanda de base monetaria, cedió la necesidad de asistencia del BCRA a las entidades financieras y de la mano de una mayor aceptación de las letras emitidas por el BCRA (Lebac) se observó una sustancial disminución de la intervención cambiaria del BCRA. A tal punto llegó la mejoría en el ambiente monetario y financiero que el BCRA comenzó a recuperar divisas mientras mantenía estabilidad cambiaria. También contribuyó de manera significativa a la reducción de los índices inflacionarios, la ausencia de mecanismos de indexación de precios y salarios, desactivados desde principios de la década del 90.

Otro factor no menos relevante fue la mejora en las cuentas fiscales, que mostraron una recuperación importante durante el segundo trimestre. La recaudación tributaria se redujo 3,8% interanual (es decir, respecto del mismo trimestre de 2001), en términos nominales, contrastando con las caídas en torno del 16% interanual en los dos trimestres previos. El establecimiento de retenciones a la exportación, sumada a la fuerte depreciación nominal del tipo de cambio, determinaron que los impuestos al comercio exterior hayan sido el principal causante del mejor desempeño recaudatorio, reportándole en ese período al fisco \$ 1.064 millones más que en igual lapso de 2001.

En los dos meses siguientes, o sea julio y agosto, esta tendencia se consolidó aún más, ya que al aporte del comercio exterior (se recaudaron más de \$ 1.300 millones adicionales) debe agregarse que el resto de los tributos ya comenzaron a mostrar variaciones anuales positivas, como resultado de la inflación básicamente. Es cierto que en los últimos meses los impuestos al comercio exterior representan ya alrededor del 17% de la recaudación total, cuando en el año 2001 participaban con solo el 4%.

El mejor desempeño por el lado de los ingresos se vio reforzado por una fuerte contracción del gasto nominal (que fue del orden del 15% en el sector público nacional), aunque la mayor parte de la misma obedece a la postergación de los pagos en conceptos de intereses. Si bien el gasto primario nominal se redujo sólo 4%, se produjo una fuerte disminución en términos reales, cuando consideramos los efectos de la inflación.

Un dato que empaña un tanto la mejora en la recaudación tributaria es la importancia que adquirió el pago de impuestos a través del uso de cuasi monedas provinciales y bonos nacionales. Si bien las cuasi monedas pueden ser utilizadas por el gobierno para el pago de una importante cantidad de transacciones, el cobro a través de bonos trajo aparejados una serie de problemas, beneficiando básicamente a un grupo reducido de grandes empresas, y no tanto a pequeñas y medianas empresas vinculadas con las economías regionales, como hubiera sido lo óptimo.

Es por ese motivo que, con la intención de evitar un desajuste en las cuentas provinciales, se suspendió temporariamente (por 90 días) el pago de impuestos mediante los títulos que cuentan con esa posibilidad en sus condiciones de emisión. En ese plazo se prevé que se formule una ley que establezca una forma de rescate de esa deuda que no perjudique a los ingresos de las provincias.

Otro factor importante del trimestre fue el hecho de que a lo largo del mismo se hayan superado los momentos más dramáticos de la crisis financiera producida a fines de 2001 y que se extendió en los primeros cuatro meses de 2002. A partir de mayo ya no se produjo ningún feriado bancario o cambiario, dejando atrás un período de cinco meses en que los numerosos y prolongados feriados bancarios intercalados provocaron dificultades en la cadena de pagos y en el normal desenvolvimiento de la actividad real.

Lejos de producirse un descontrol, el BCRA fue perci-

biendo a lo largo del segundo trimestre una sensible mejora en el cuadro financiero, que se fue haciendo más palpable bien avanzado el trimestre. El "goteo" de depósitos cayó de un promedio de \$ 4.700 millones por mes en los meses de marzo, abril y mayo, a \$ 2.040 millones en junio. La asistencia del Banco Central al sistema financiero se redujo de \$ 1.900 millones y \$ 2.427 millones en abril y mayo <sup>1</sup> a solo \$ 607 millones en junio, para disminuir mucho más posteriormente.

Con posterioridad al segundo trimestre la situación financiera mostró nuevos progresos. El goteo de depósitos fue de solo \$ 667 millones, y en agosto la tendencia no solo se consolidó sino que además se revirtió: por primera vez en el año el sistema financiero presentó un incremento de depósitos por \$ 1.000 millones. La asistencia al sistema financiero apenas superó los \$ 200 millones mensuales.

El crecimiento de los depósitos transaccionales en pesos (casi \$ 1.200 millones en agosto), impulsado por las elevadas tasas de interés del período, permitió a las entidades recomponer sus reservas de liquidez y aumentaron los encajes. A su vez, esto redujo la creación de dinero por parte del BCRA por redescuentos, haciendo que la variación de Activos Internos Netos (AIN) fuera negativa por primera vez en el año, ya que el BCRA siguió activamente su política de absorción mediante Letras (LEBAC).

El BCRA adquirió en el bimestre de julio-agosto cerca de US\$ 600 millones por su intervención en el mercado cambiario mientras que el tipo de cambio de fines de agosto cerró a \$ 3,62, una cotización inferior a los \$ 3,80 de fines de junio último. De esta manera, el tipo de cambio excesivamente alto le está permitiendo al Banco Central recomprar los dólares atesorados por el sector privado para hacer pagos a organismos internacionales, a diferencia de otras crisis financieras en las que son

<sup>1</sup> De los \$ 2.427 millones de mayo, el 30% corresponde a asistencia a una sola entidad. El resto del sistema demandó asistencia por \$ 1.700 millones.

precisamente estos últimos los que ingresan capitales compensatorios para saldar los desequilibrios del balance de pagos.

Como la Argentina cuenta aún con un nivel de reservas razonable (representan 156% de la base monetaria) no se corre el riesgo de que una disminución pequeña en el nivel de reservas provoque una escalada del tipo de cambio. De todos modos, a partir de la última semana de agosto disminuye el volumen de ganancias de reservas como consecuencia de cierto nerviosismo generado por la presunción, por parte de analistas locales y del exterior, de una ausencia de coordinación entre los principales poderes del Estado. Así fue percibido ante la aparición de ciertas medidas como la declaración de inconstitucionalidad del decreto que originó una baja del 13% en los haberes de los empleados estatales y pasivos, la postergación de la aplicación del índice de actualización CER hasta el mes de octubre y el aplazamiento de las ejecuciones a deudores pequeños.

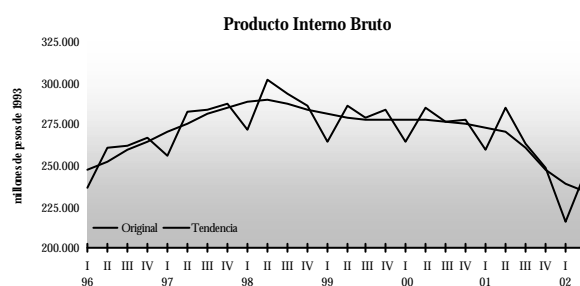
Por el lado del sector externo, la nueva situación generada por el abandono de la política de Convertibilidad sigue repercutiendo, y de manera significativa, sobre el conjunto del balance de pagos, pero en especial sobre la cuenta mercancías y la formación de activos en el exterior. En efecto, el superávit comercial del segundo trimestre fue de US\$ 4.542 millones (contra US\$ 1.722 millones de igual período de 2001), producto de una caída de las exportaciones que fue muy inferior a la de las importaciones (-10,6% y 62,6%, respectivamente). En los primeros siete meses del año el saldo comercial trepó a US\$ 9.588 millones, US\$ 7.000 millones más que en igual período de 2001. A su vez, las reservas cayeron en US\$ 2.836 millones a lo largo del segundo trimestre de 2002, y junto con el mayor superávit comercial y a la acumulación de atrasos en los pagos financieros del sector público, determinaron en contrapartida una fuerte formación de activos del sector externo del sector privado (por alrededor de US\$ 3.350 millones) y, en menor medida, la cancelación de pasivos privados.

A continuación, como es tradicional en este Capítulo, seguidamente se ofrece un resumen de los Capítulos específicos de este Informe Económico.

### *Nivel de actividad*

La evolución macroeconómica del segundo trimestre de 2002 determinó, de acuerdo a estimaciones provisionarias, una variación negativa en la oferta global medida a precios del año 1993, de 17,9% con respecto al mismo período del año anterior. Esta disminución estuvo generada por una caída del PIB de 13,6% y una más abrupta del 56,7% en las importaciones de bienes y servicios reales.

Del lado de la demanda global se observó una variación negativa de 43% en la inversión interna bruta fija y una disminución de 0,8% en las exportaciones de bienes y servicios reales. La disminución del consumo privado fue de 16,7%, mientras que el consumo público retrocedió 4,2%.



El valor agregado por los sectores productores de bienes registró, durante el segundo trimestre de 2002, una variación negativa del 13,4%, determinada principalmente por la baja en el nivel de actividad de la industria manufacturera (-16,5%) y de la construcción (-41,2%) atenuada por la actividad agrícola - ganadera (+4,4%) y la pesca (-5,5%). Asimismo, los sectores productores de servicios registraron una baja interanual del

11,6%.

La variación del PIB desestacionalizado del segundo trimestre de 2002, con respecto al inmediato anterior, arrojó una suba de 0,9%, luego de la profunda caída registrada en el primero.

A valores corrientes el PIB ascendió a \$ 333.771 millones en el segundo trimestre. El incremento interanual de 15,9% se debió a la evolución del nivel general de precios, medido por el Índice de Precios Implícitos en el Valor Agregado (deflactor del PIB), que en el período experimentó un aumento del 34,1%, con relación a igual trimestre del año anterior. Sin embargo, se observa una fuerte heterogeneidad en la variación sectorial de los precios, dado que los Sectores Productores de Bienes registraron una variación de 85,9% y los Sectores Productores de Servicios una de 7,1%, en ambos casos interanuales.

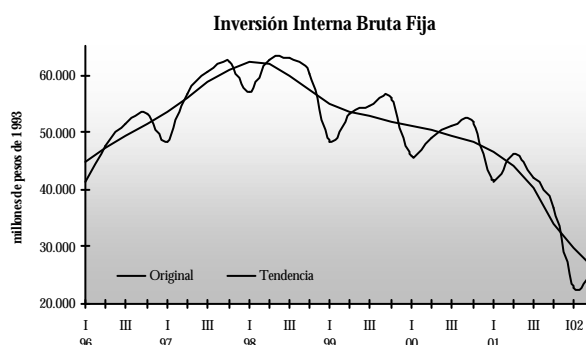
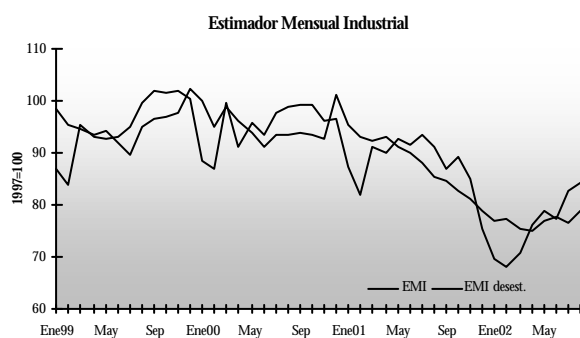
El valor agregado por la industria manufacturera resultó 16,5% inferior al de igual período del año anterior a precios constantes y, en cambio, 30,2% superior a precios corrientes. La caída acumulada por la industria desde el inicio de la recesión, más precisamente desde el segundo trimestre de 1998, alcanzó al 29,5% en términos reales, en lo que se conoce como la depresión más prolongada. Más recientemente, el Estimador Mensual Industrial (EMI) volvió a decaer en los meses de julio (-11,6%) y agosto (-7,5%) con respecto a iguales períodos del año anterior, pero la caída se estaría desacelerando, ya que la

variación desestacionalizada con respecto al mes anterior mostró recuperaciones en mayo, en junio y luego en agosto (2,7%). Salvo los bloques de la industria metálica básica y la metalmecánica, que se expandieron, el resto mostró caídas interanuales que oscilaron entre -0,1% (papel y cartón) y -37,3% (edición e impresión). Las alzas que registraron el acero crudo (46%) y el aluminio primario (18,1%) se debieron a una parada de planta en el año anterior y el importante incremento de las exportaciones sectoriales.

El Indicador Sintético de Servicios Públicos continuó decayendo. En los meses de julio y agosto los retrocesos interanuales en el consumo alcanzaron a 5,7% y 6,8%, respectivamente, registrándose las bajas más pronunciadas en el transporte de carga y pasajeros, ferroviario y aéreo, así como en las comunicaciones telefónicas.

### *Inversión*

En el segundo trimestre de 2002 la Inversión Interna Bruta Fija (IIBF) medida a precios constantes registró nuevamente una fuerte caída interanual del 43%. Esta variación se debió a bajas muy marcadas en la inversión en equipo durable (-50,9%) y en construcción (-38,5%). La brusca depreciación del peso determinó una profunda caída (-77,1%) en la incorporación de bienes de capital importados, atenuada en el caso del equipo nacional (-19,8%).



No obstante este contexto tan desfavorable, la variación desestacionalizada de la IBIF contra el trimestre anterior fue sólo de -0,6%.

Medida a valores corrientes la inversión del segundo trimestre fue de \$ 35.238 millones (10,6% del PIB), valor mínimo para ese período del año de la serie histórica. Los precios implícitos de la IIBF muestran el impacto de la devaluación, especialmente en el rubro de equipo importado, donde el índice (base 1993 = 100) alcanzó a 217,5. La suba más moderada la registró la construcción, con un alza del 31,4% interanual.

En los meses de julio y agosto la inversión en construcción continuó muy deprimida, a juzgar por indicadores como el ISAC, que disminuyó 37,2% y 28,3%, y los permisos de edificación, que retrocedieron 49,4% y 48,4%, respectivamente. Los datos de ventas y producción de varios insumos clave siguieron dando cuenta del desempeño recesivo de la actividad. En el caso de los despachos de cemento la caída fue del 23,5%. Por otra parte el número de escrituras anotadas en la Ciudad de Buenos Aires volvió a decaer en julio y agosto (-8% y -9%), luego de un significativo incremento en abril y mayo, meses en que se había flexibilizado la compra de inmuebles con depósitos inmovilizados. La Encuesta Cualitativa de la Construcción refleja un panorama igualmente desfavorable para el mes de septiembre. Mientras que el 28,6% de las empresas que se dedican a las obras privadas no se encuentra ejecutando obras, esta proporción alcanza al 36% entre las que se dedican a las obras públicas, y ambas mantienen expectativas pesimistas sobre el nivel de actividad en el sector. Con respecto al personal ocupado también se esperan reducciones. En el ámbito de las obras privadas, el 52,3% de los encuestados espera bajas en los planteles, mientras que en el caso de las empresas públicas esta apreciación la comparte el 30%.

A su vez, la inversión en material de transporte de origen nacional se espera que se reduzca nuevamente en el tercer trimestre, debido a la caída que experimentaron las ventas de automotores (-65%), y otro tanto ocurriría con el equipo importado, ya que las importaciones de bienes de capital cayeron 73%, en dólares corrientes, en el bimestre julio-agosto.

### *Mercado de trabajo*

Según la información básica proveniente de las declaraciones juradas realizadas por las empresas al Sistema Integrado de Jubilaciones y Pensiones, el promedio mensual de puestos de trabajo asalariado declarados registró durante el segundo trimestre de 2002 una variación interanual negativa de 11,2%, en tanto las remuneraciones medias fueron en promedio 1,5% superiores a las de igual trimestre de 2001.

El empleo declarado en los sectores productores de bienes disminuyó 16,3% interanual, mientras que su remuneración media se incrementó en 8,2%. En tanto, los sectores productores de servicios (que conforman más del 70% del total de puestos registrados en el sistema) verificaron un descenso del 8,6% en el empleo declarado. Con respecto a las remuneraciones medias y contrariamente a lo acontecido en el sector productor de bienes, el productor de servicios sufrió una caída del orden del 1,1%, manteniendo el cambio de tendencia que comenzó en el trimestre anterior.

En otro orden, de acuerdo con los datos provenientes de la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) que elabora el INDEC, en mayo de este año la incidencia de la indigencia en los hogares y en la población se ubicó casi en el doble que en la medición anterior, correspondiente a octubre de 2001. En los aglomerados urbanos de EPH se registraron algo más de 5.800.000 personas que habitaban en hogares cuyos ingresos no les permitían acceder a la

canasta básica alimentaria. Desde octubre se había producido un aumento de 2.637.000 personas en esa situación.

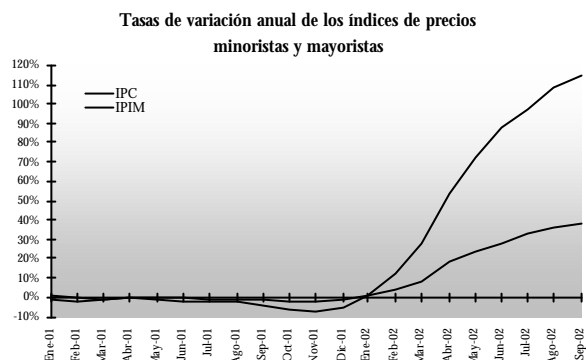
Los factores determinantes han sido el incremento de precios de los alimentos a partir de la depreciación de la moneda a partir de enero de este año, y el aumento del desempleo, con el consiguiente impacto sobre los ingresos familiares que fue acompañado en igual sentido con la caída de ingresos de los ocupados. Por último, y en menor medida, el crecimiento poblacional. Sin embargo estos factores influyeron en forma diferencial por región, destacándose el Gran Buenos Aires como la región más influida por la variación de precios, seguida muy de cerca por las ciudades de la región Pampeana. Cabe destacar el comportamiento observado en las ciudades del Noroeste, donde la variación positiva de los precios y la negativa de los ingresos observan un peso relativo similar.

### Precios

En la primera mitad del año 2002 la crisis del sistema financiero, la salida de capitales y el diferimiento de pagos de la deuda pública, fueron los principales factores que provocaron una abrupta escalada del tipo de cambio nominal. Al mismo tiempo los índices de precios comenzaron a crecer, reflejando tanto el efecto parcial de la depreciación del peso sobre los costos de producción como una importante modificación de los precios relativos a favor de los bienes transables (los sectores del agro, minería e industria) y en contra de los no transables (los servicios y la construcción).

A partir de Junio de 2002 comenzó a percibirse una estabilización que implicó un cambio en el escenario macroeconómico antes descripto. En primer lugar el tipo de cambio nominal dejó de subir, y se estabilizó en los altos valores que había alcanzado ya desde fines de Mayo. Los precios internos respon-

dieron a este cambio, y las tasas mensuales de inflación empezaron a descender, lo cual en buena parte es explicado por el contexto económico de alto desempleo y caída del salario real. Se destaca el hecho de que el efecto de la depreciación cambiaria sobre los índices de precios (en particular los minoristas) ha sido hasta hoy relativamente bajo, al contrario de lo que muchos analistas pronosticaban a principios de año.



En el segundo trimestre de 2002 subieron todos los índices de precios domésticos en términos anuales. Los precios implícitos del producto bruto interno (promedio trimestral) crecieron 34,1%, los precios minoristas aumentaron 28,4%, los mayoristas lo hicieron 87,9%, y los de la construcción ascendieron 27%. Los aumentos estuvieron motivados por la muy fuerte suba del tipo de cambio nominal, que experimentó un salto del 51% durante el segundo trimestre (después de haber escalado 140% en el primero), para totalizar hacia Junio una suba nominal del orden del 260% en sólo 6 meses, magnitud sólo superada durante los períodos de hiperinflación. Esto provocó que el tipo de cambio real mejorara 130% anual en el segundo trimestre.

Contrariamente, en ese período los términos del intercambio externo retrocedieron 3,5% anual (si bien mostraron una tendencia positiva con relación al primer trimestre) por efecto de una fuerte baja en los precios de las exportaciones y

una menor reducción en los de las importaciones. Los precios de las commodities bajaron 2% anual en el segundo trimestre, si bien recientemente se recuperaron. Se registraron ganancias interanuales para los alimentos (donde los aceites crecieron más que los granos) y leves caídas en el caso de los metales, mientras que el petróleo subió a partir del tercer trimestre. Se destaca el hecho de que la gran mayoría de las materias primas posteriormente reafirmó su tendencia alcista.

La suba de precios continuó hasta Agosto, pero las tasas mensuales de inflación empezaron a disminuir desde Mayo. En Agosto el tipo de cambio nominal había subido 258% anual, con lo que el poder de compra internacional del peso se redujo en una magnitud del 72% en sólo un semestre. En dicho mes los precios minoristas acumularon un aumento del 37% anual y los mayoristas uno del 108%. El tipo de cambio real superó holgadamente sus niveles de los 11 años anteriores e incluso los niveles de la década del '80. No obstante, el indicador tuvo una notable baja del 8% entre Junio (cuando alcanzó su nivel máximo) y Agosto, meses cuando la paridad nominal se estabilizó mientras la inflación continuó avanzando. Hay que destacar que el período de Convertibilidad se había caracterizado por un tipo de cambio marcadamente bajo en términos históricos, pero esta depreciación del peso lo ha llevado a niveles muy altos para la experiencia argentina.

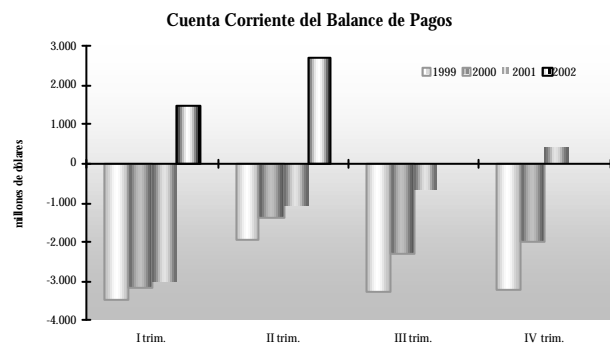
**Sector externo**

El fuerte superávit comercial, el financiamiento excepcional a través de atrasos y la caída de las reservas internacionales del BCRA en el segundo trimestre de 2002, los tres de gran magnitud, tuvieron como contrapartida un fuerte egreso en la cuenta financiera, es decir, una salida neta de capitales que redujo el financiamiento disponible para la economía.

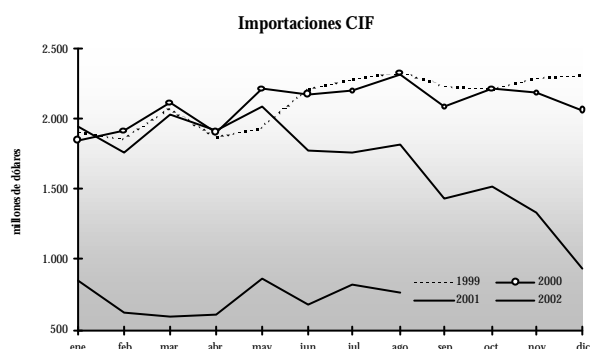
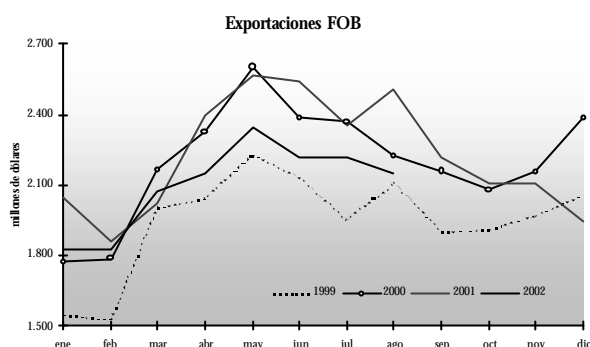
En este contexto la cuenta corriente registró en el tri-

mestre un superávit de US\$ 2.705 millones contra un déficit de US\$ 1.060 millones registrado el mismo trimestre del año anterior. Este ajuste de US\$ 3.765 millones en el el saldo trimestral se debió a la marcada reducción de las importaciones de mercancías y servicios y, en menor medida, a una caída de los egresos netos en concepto de rentas de la inversión. La cuenta financiera del trimestre registró egresos estimados en US\$ 5.120 millones, con formación de activos en el exterior del sector privado no financiero (sin inversión directa) calculada en US\$ 3.351 millones. Los atrasos totales en concepto de capital e intereses del período sumaron US\$ 2.646 millones, y se produjo una caída de reservas internacionales de US\$ 3.150 millones.

La cuenta mercancías del trimestre fue superavitaria en US\$ 4.670 millones, contra un superávit de US\$ 2.045 millones en igual período de 2001. Su aumento explicó 70% de la variación del saldo de la cuenta corriente. El ajuste recayó sobre las importaciones, que se redujeron 63%, producto de una contracción del 61% en las cantidades y una del 4,1% en los precios. Los rubros más afectados por la baja de las importaciones fueron bienes de capital (-74%), bienes de consumo (-72%) y partes y piezas de bienes de capital (-66%). Las importaciones de bienes intermedios cayeron 53% y las de combustibles lo hicieron en 44%.



A su vez, las exportaciones de mercancías se redujeron 10,6%, producto de una caída de 7,5% en los precios y de 3,4% en las cantidades.



El saldo de la cuenta financiera estuvo determinado principalmente por el fuerte egreso neto de capitales del sector privado no financiero. La acumulación de activos externos del sector en el período se estimó en US\$ 3.554 millones (incluyendo inversión directa), originada en el importante superávit de la cuenta corriente y en la venta de reservas al mercado por parte del BCRA. La disminución en los pasivos fue de US\$ 1.199 millones, y es el resultado de la cancelación de deuda por parte de un grupo de empresas que está cumpliendo con sus obligaciones financieras y de obligaciones relacionadas con el comercio exterior.

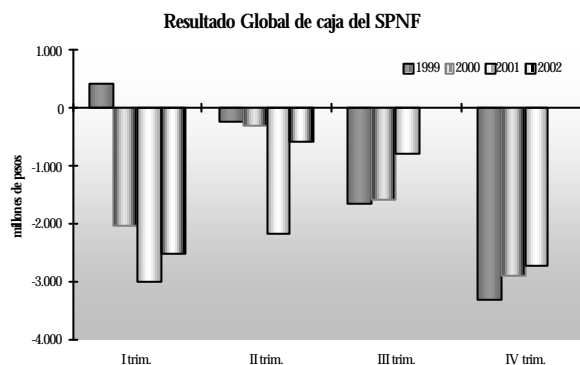
### Finanzas públicas

Las cuentas fiscales mostraron durante el segundo trimestre una recuperación importante. La recaudación tributaria se redujo 3,8% interanual (es decir, respecto del mismo trimestre de 2001) en términos nominales, contrastando con las caídas en torno del 16% interanual en los dos trimestres previos. El establecimiento de retenciones a la exportación, sumada a la fuerte de-

preciación nominal del tipo de cambio, determinaron que los impuestos al comercio exterior hayan sido el principal causante del mejor desempeño recaudatorio, reportándole en ese período al fisco \$ 1.064 millones más que en igual lapso de 2001.

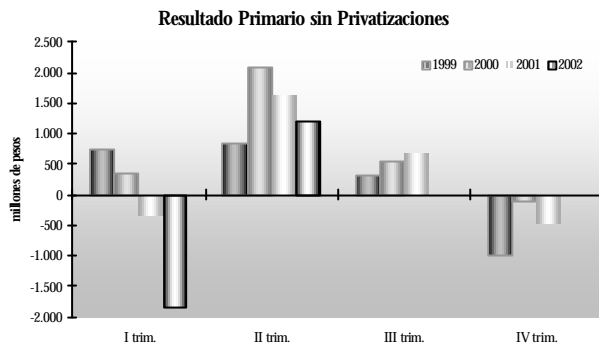
En los dos meses siguientes, o sea julio y agosto, esta tendencia se consolidó aún más, ya que al aporte del comercio exterior (se recaudaron más de \$ 1.300 millones adicionales) debe agregarse que el resto de los tributos ya comenzaron a mostrar variaciones anuales positivas. Debe enfatizarse que en los últimos meses los impuestos al comercio exterior representan ya alrededor del 17% de la recaudación total, cuando en el año 2001 participaban con solo el 4%.

El mejor desempeño por el lado de los ingresos se vio reforzado por una fuerte contracción del gasto nominal (que fue del orden del 15% en el sector público nacional), aunque la mayor parte de la misma obedece a la postergación de los pagos en conceptos de intereses. El gasto primario, en cambio, se redujo sólo 4%.



Un dato que empaña un tanto la mejora en la recaudación tributaria es la importancia que adquirió el pago de impuestos a través del uso de cuasi monedas y bonos nacionales. Si bien las cuasi monedas pueden ser utilizadas por el gobierno para el pago de una importante cantidad de transacciones, el cobro a través de bonos trajeron aparejados una serie de problemas, e

incluso beneficiando básicamente a un grupo reducido de grandes empresas, y no tanto a pequeñas y medianas empresas vinculadas con las economías regionales, como hubiera sido lo óptimo.



Es por ese motivo que, con la intención de evitar un desajuste en las cuentas provinciales, se suspendió temporalmente (por 90 días) el pago de impuestos mediante los títulos que cuentan con esa posibilidad en sus condiciones de emisión. En ese plazo se prevé que se formule una ley que establezca una forma de rescate de esa deuda que no perjudique a los ingresos de las provincias.

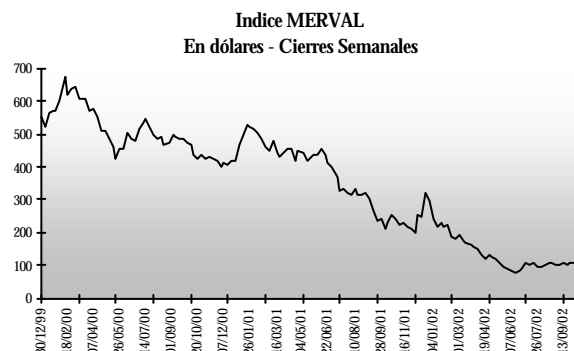
### Mercado de capitales

En el segundo trimestre de 2002 continuó desarrollándose la crisis económica y financiera argentina, tras el diferimiento de los pagos de la deuda pública y el abandono de la Convertibilidad del peso a principios del año. Consecuentemente, durante este período los precios de los activos financieros siguieron cayendo. El valor de las acciones del indicador Merval (expresado en dólares) retrocedió hasta unos 110 puntos promedio, con una pérdida del 46% con respecto al primer trimestre de 2002. Sólo el valor de ciertas empresas exportadoras pudieron aproximarse a la fuerte depreciación del peso, mientras que otras, endeudadas con el exterior y que venden servicios en el mercado interno, se desvalorizaron marcadamente. También continuaron retrocediendo los precios de los principales títulos públicos (bonos Brady y

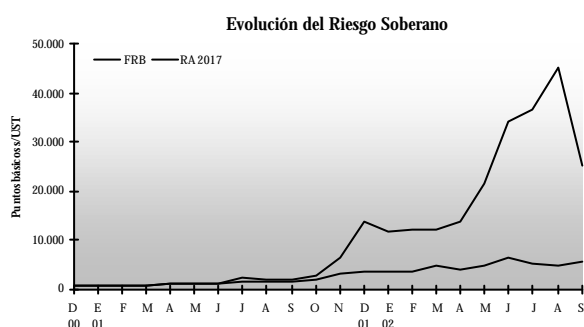
Globales), por lo que el riesgo soberano implícito en sus precios subió hasta un nivel promedio de casi 5.500 puntos básicos, 23% superior al del trimestre anterior.

Las restricciones impuestas a los movimientos bancarios originaron un complejo programa de reprogramación monetaria. Se implementaron dos canjes voluntarios por bonos del Estado a corto y largo plazo (BODEN), en pesos y dólares con garantía del Estado, para aquellos ahorristas que no quisieran optar por los certificados de depósitos reprogramados con garantía bancaria (CEDRO), a cobrarse en cuotas a partir de 2003. En Junio se reglamentó el primer canje voluntario por BODEN (series 2005, 2007 y 2012), y en Septiembre se implementó un segundo canje de bonos mediante BODEN 2013, con garantía adicional de los bancos. También en el segundo caso existió la opción de elegir notas bancarias a 10 años de plazo en dólares, con un aval complementario del Estado hasta cubrir la diferencia con el valor del dólar. Asimismo debieron entregarse bonos a los bancos por la forma asimétrica en que se efectuó la conversión de activos y pasivos denominados originariamente en dólares, y debido a la exención del ajuste por inflación decretada para ciertos préstamos. El total de BODEN emitidos se acercó así a US\$ 12.000 millones.

La negociación con los organismos internacionales de crédito para refinanciar los vencimientos de la deuda pública tuvo un desarrollo prolongado y difícil durante la mayor parte



del año. En ese marco el país tuvo que pagar intereses netos por más de US\$ 3.700 millones a dichos organismos hasta el mes de Septiembre, si bien otros vencimientos fueron prorrogados. Entretanto, el peso argentino había sufrido una pérdida de su valor internacional de más del 70% hasta Junio, comparable en magnitud a la sufrida por el rublo ruso a fines de 1998. En las primeras semanas de Junio la bolsa local había caído hasta mínimos de 80 puntos en dólares, y el indicador que mide el riesgo país de la banca J. P. Morgan había trepado hasta valores de 7.000 puntos básicos, dentro de un escenario de gran incertidumbre.



A partir del mes de Julio se observó un cambio en el escenario descrito, semejante a un punto de inflexión. En primer lugar el tipo de cambio nominal se estabilizó durante más de tres meses. El valor del peso logró incluso superar al del real brasileño hacia fines de Septiembre, debido a la incertidumbre política que atravesó Brasil. Además los depósitos privados comenzaron a subir en Agosto, mientras las tasas de interés iniciaron una clara tendencia descendente y cayó el stock de redescuentos bancarios. En ese sentido jugó un rol fundamental el Banco Central mediante el instrumento de las letras a corto plazo (LEBAC), que hicieron posible recuperar una tasa de interés de referencia en pesos. La bolsa local mostró cierta recuperación, y el Merval volvió a superar los 100 puntos (en dólares). La actividad económica presentó leves incrementos mensuales en la industria y los servicios, mientras que la recaudación impositiva registró incrementos progresivos.

El marco internacional estuvo caracterizado por señales contradictorias de la economía de Estados Unidos, que sugieren un escenario futuro de estancamiento o de recesión. La caída de las bolsas norteamericanas se profundizó en Septiembre, como reflejo de la baja de beneficios en los sectores de alta tecnología, a la vez que se detuvo el crecimiento del consumo. La Reserva Federal en su reunión de Septiembre de 2002 decidió mantener la tasa de corto plazo en 1,75% anual, debido a la caída de las bolsas y las dificultades para reiniciar el crecimiento. Durante los primeros meses del año se conocieron las quiebras y fraudes contables de grandes empresas de electricidad, auditoría, telecomunicaciones y bancos de inversión. Estos hechos sembraron dudas sobre la transparencia de los estados contables y el marco regulatorio norteamericano y afectaron seriamente la confianza de los inversores, quienes se retiraron del mercado empujando las cotizaciones a la baja. Las caídas fueron generales en todo el mundo (en particular en Europa), y los índices bursátiles tocaron valores mínimos para el último quinquenio.

En América Latina, la propia crisis argentina y la difícil situación política y económica de Brasil provocaron un aumento de la volatilidad financiera en todo el Mercosur. Uruguay había sido hasta Junio el más perjudicado con una crisis bancaria y fuerte pérdida de reservas. Desde Julio la crisis impactó más agudamente en Brasil, donde la fuerte depreciación del real y la suba del riesgo soberano reflejaron la incertidumbre política ante las elecciones presidenciales. Ambos países tuvieron que ser auxiliados financieramente por el FMI. Los efectos de esta crisis se sintieron en el resto de América Latina, incluso en Chile y hasta en Méjico, cuyas monedas también se depreciaron, a la vez que la actividad económica se desaceleraba. El crecimiento económico disminuyó en toda América Latina, si bien en Argentina y Uruguay la recesión fue mucho más profunda que en el resto de la región y se complicó con sendas crisis financieras. Los últimos pronósticos del FMI indicaron un menor crecimiento para la economía mundial en 2002 y un panorama sombrío para América Latina.

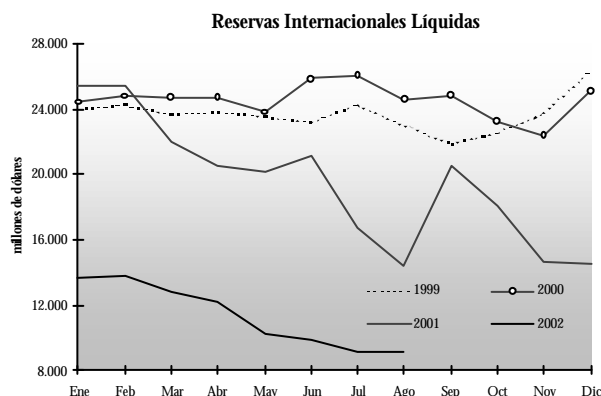
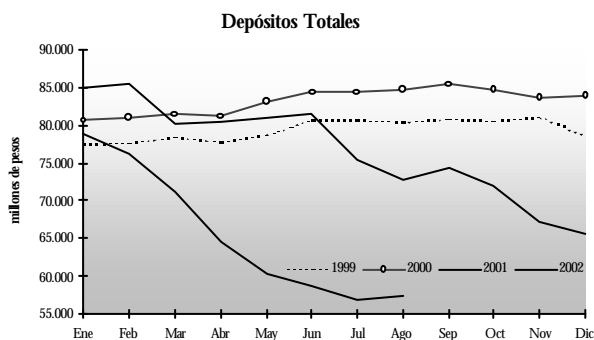
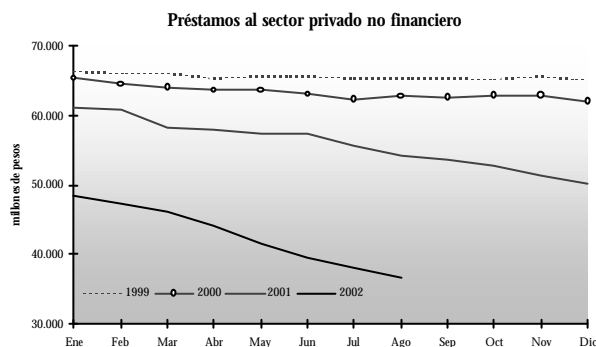
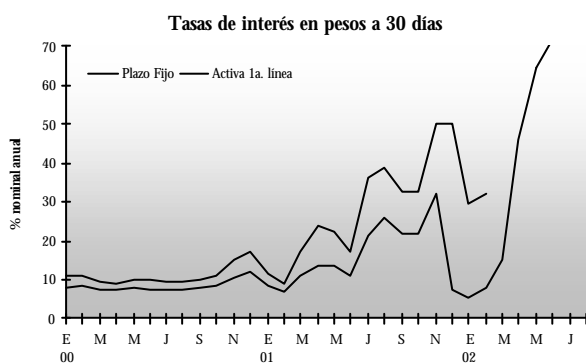
*Dinero y bancos*

Durante el segundo trimestre de 2002 se registró un comportamiento negativo de las variables monetarias. Sin embargo, la evolución más reciente es relativamente alentadora.

Si bien la actividad económica real se recuperó a partir del segundo trimestre del año, recién en julio se detuvo la disminución (“goteo”) de depósitos. La evolución de la oferta de pesos reflejó una fuerte caída en la asistencia del Banco Central a las entidades, la cual alcanzó a sólo \$ 218 millones. Esta menor asistencia resultó de la mejora en la evolución de los depósitos; en efecto, los depósitos privados de efectivo se redujeron en sólo \$ 667 millones. En tanto, la demanda de pesos aumentó debido, precisamente, a la menor caída de los depósitos y al aumento de las tenencias de billetes y moneda en poder de los agentes económicos. Asimismo, el Banco Central realizó una colocación de LEBAC que implicó una con-

tracción monetaria cercana a los \$ 300 millones. De tal forma, el BCRA se convirtió en julio en un demandante neto en el mercado de divisas y pudo estabilizar las expectativas sobre la cotización del tipo de cambio, el cual a fines de julio se ubicó 3,2% por debajo de junio.

En agosto se afianzó la tendencia positiva de julio y, por primera vez en el año, los depósitos totales crecieron (\$ 1.126 millones). Se registró, así, un aumento de los depósitos en cuenta corriente de las entidades bancarias en el BCRA, y un aumento de la demanda de base monetaria, que alcanzó a \$ 763 millones. Dada la consecuente mejora en la situación de liquidez de los bancos, la asistencia del BCRA a las entidades fue de sólo \$ 208 millones, y la emisión de pesos llegó a \$ 252 millones. En consecuencia, se registró una demanda excedente de pesos que hizo que el BCRA interviniera en el mercado de cambios comprando divisas. El stock de reservas del BCRA en agosto creció US\$ 359,7 millones, alcanzando a fines de mes a US\$ 9.102 millones.



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

|                                     | Fuente | Unidad              | II-01   | III-01  | IV-01   | I-02    | II-02  | 1999    | 2000    | 2001    |
|-------------------------------------|--------|---------------------|---------|---------|---------|---------|--------|---------|---------|---------|
| <b>Cuentas Nacionales</b>           |        |                     |         |         |         |         |        |         |         |         |
| PIB                                 | (1)    | Var.% interanual    | -0,2    | -4,9    | -10,5   | -16,3   | -13,6  | -3,4    | -0,5    | -4,4    |
| Bienes                              | (1)    | Var.% interanual    | 0,9     | -5,1    | -12,3   | -19,4   | -13,4  | -5,4    | -3,0    | -5,2    |
| Servicios                           | (1)    | Var.% interanual    | -0,8    | -5,0    | -9,3    | -13,3   | -11,6  | -1,5    | 0,5     | -4,0    |
| Consumo Privado                     | (1)    | Var.% interanual    | -2,1    | -6,5    | -12,3   | -18,8   | -16,7  | -2,7    | -0,4    | -5,7    |
| Consumo Público                     | (1)    | Var.% interanual    | 0,4     | -2,1    | -6,5    | -7,5    | -4,2   | 0,8     | -0,4    | -2,1    |
| IIBF                                | (1)    | Var.% interanual    | -6,2    | -17,2   | -28,6   | -45,4   | -43,0  | -12,8   | -8,6    | -15,7   |
| Construcción                        | (1)    | Var.% interanual    | -0,9    | -8,8    | -20,6   | -40,1   | -38,5  | -12,1   | -8,7    | -9,4    |
| Equipo Durable Nacional             | (1)    | Var.% interanual    | -18,9   | -21,6   | -29,5   | -32,3   | -19,8  | -11,7   | -9,0    | -22,1   |
| Equipo Durable Importado            | (1)    | Var.% interanual    | -9,7    | -35,7   | -50,8   | -72,6   | -77,1  | -15,5   | -7,9    | -27,6   |
| Export. Bienes y Serv.Reales        | (1)    | Var.% interanual    | 4,6     | 5,7     | -0,4    | 5,6     | -0,8   | -1,4    | 2,0     | 2,7     |
| Import. Bienes y Serv.Reales        | (1)    | Var.% interanual    | -4,2    | -17,9   | -33,7   | -57,4   | -56,7  | -11,7   | -0,5    | -13,9   |
| <b>Sector Externo</b>               |        |                     |         |         |         |         |        |         |         |         |
| Balance de Pagos                    | (2)    |                     |         |         |         |         |        |         |         |         |
| Cuenta Corriente                    | (2)    | US\$ millones       | -1.063  | -750    | -341    | 1.511   |        | -11.945 | -8.864  | -4.429  |
| Mercancías                          | (2)    | US\$ millones       | 2.045   | 2.337   | 2.591   | 3.750   |        | -795    | 2.558   | 7.507   |
| Servicios Reales                    | (2)    | US\$ millones       | -1.013  | -980    | -587    | -687    |        | -4.056  | -4.288  | -4.021  |
| Servicios Financieros               | (2)    | US\$ millones       | -2.134  | -2.143  | -1.718  | -1.605  |        | -7.473  | -7.370  | -8.095  |
| Transferencias unilaterales         | (2)    | US\$ millones       | 39      | 36      | 55      | 53      |        | 379     | 235     | 180     |
| Variación de Reservas Internac.     | (2)    | US\$ millones       | -1.483  | -89     | -6.556  | -2.133  | -3.150 | 1.201   | -439    | -12.083 |
| Exportación de bienes (FOB)         | (3)    | US\$ millones       | 7.500   | 7.083   | 6.151   | 5.742   | 6.702  | 23.326  | 26.410  | 26.655  |
| Importación de bienes (CIF)         | (3)    | US\$ millones       | 5.777   | 5.017   | 3.775   | 2.072   | 2.160  | 25.508  | 25.243  | 20.312  |
| Balanza comercial bienes            | (3)    | US\$ millones       | 1.723   | 2.066   | 2.376   | 3.670   | 4.542  | -2.182  | 1.167   | 6.343   |
| Índice de precios de la exportación | (3)    | Var.% en período    | -4,9    | 2,0     | -4,8    | -3,5    | -1,3   | -11,2   | 10,2    | -3,5    |
| Índice de precios de la importación | (3)    | Var.% en período    | -1,9    | -2,9    | -1,8    | 6,0     | -5,1   | -5,6    | 0,0     | -2,9    |
| Índice de términos de intercambio   | (3)    | Var.% en período    | -3,0    | 5,1     | -3,0    | -8,9    | 4,1    | -5,9    | 10,2    | -0,6    |
| <b>Finanzas Públicas</b>            |        |                     |         |         |         |         |        |         |         |         |
| Resultado Global del SPNF (*)       | (4)    | \$ millones         | -1.580  | -802    | -2.713  | -2.519  | -582   | -4.769  | -6.792  | -8.110  |
| Recursos tributarios totales        | (4)    | \$ millones         | 12.818  | 11.424  | 9.856   | 9.489   | 12.326 | 47.643  | 49.102  | 45.403  |
| Deuda Pública                       | (4)    | US\$ millones       | 132.143 | 141.252 | 144.453 | 112.616 |        | 121.877 | 128.018 | 144.453 |
| <b>Dinero</b>                       |        |                     |         |         |         |         |        |         |         |         |
| Depósitos bimonetarios              | (5)    | \$ millones         | 81.447  | 72.001  | 65.601  | 71.945  | 60.156 | 78.662  | 83.913  | 63.059  |
| M3 bimonetario                      | (5)    | \$ millones         | 92.363  | 81.291  | 74.598  | 84.150  | 75.005 | 92.383  | 96.470  | 74.598  |
| Tasas de interés                    |        |                     |         |         |         |         |        |         |         |         |
| Depósitos en \$ a 30 días           | (5)    | %                   | 11,0    | 21,72   | 7,42    | 15,05   | 55,73  | 10,3    | 12,3    | 7,4     |
| Préstamos 1a línea en \$ a 30 días  | (5)    | %                   | 16,8    | 32,62   | n.d.    | n.d.    | n.d.   | 13,5    | 16,9    | s.d.    |
| <b>Mercado de capitales</b>         |        |                     |         |         |         |         |        |         |         |         |
| Merval (en dólares)                 | (6)    | Var.% en período    | -9,4    | -39,3   | 21,3    | -46,7   | -41,5  | 28,4    | -26,7   | -29,3   |
| Burcap (en dólares)                 | (6)    | Var.% en período    | -9,9    | -22,7   | 48,3    | -32,6   | -25,7  | 26,9    | -27,7   | 10,3    |
| Discount strip                      | (6)    | Puntos básicos (**) | 1.347   | 1.728   | 3.906   | 4.192   | 4.430  | 767     | 1.066   | 3.906   |
| FRB                                 | (6)    | Puntos básicos (**) | 1.292   | 2.217   | 13.615  | 12.276  | 34.020 | 589     | 681     | 13.615  |

(\*) Incluye privatizaciones

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

Fuente:

(1) Dirección Nacional de Cuentas Nacionales

(2) Dirección Nacional de Cuentas Internacionales

(3) INDEC

(4) Secretaría de Hacienda

(5) Banco Central de la República Argentina

(6) Oficina Nacional de Crédito Público

(7) Asociación de Fabricantes de Cemento Portland

Cuadro resumen de Indicadores Macroeconómicos Seleccionados

II. Mensuales

| Actividad                               | Fuente | Unidad                | Dic-01 | Ene-02    | Feb-02 | Mar-02 | Abr-02 | May-02 | Jun-02 | Jul-02 | Ago-02 |
|---|--------|-----------------------|--------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Estimador Mensual Industrial            | (3)    | Var.% 1 mes (desest.) | -3,1   | -2,5      | 0,7    | -2,3   | -0,5   | 2,4    | 1,0    | -1,5   | 2,7    |
|   |        | Var.% 12 meses        | -21,8  | -20,1     | -17,1  | -22,5  | -15,3  | -14,8  | -15,6  | -11,4  | -7,5   |
| <b>Inversión</b>                        |        |                       |        |           |        |        |        |        |        |        |        |
| Despachos de cemento                    | (7)    | Var.% 12 meses        | -34,6  | -39,0     | -41,9  | -32,4  | -38,6  | -31,9  | -31,7  | -29,9  | -22,0  |
| Importación de bienes de capital CIF    | (3)    | Var.% 1 mes           | -5,6   | -27,9     | -39,0  | -10,3  | -24,1  | 142,4  | -55,0  | 20,8   | 24,1   |
|   |        | Var.% 12 meses        | -60,3  | -62,3     | -73,4  | -78,4  | -83,6  | -65,8  | -80,2  | -74,8  | -71,7  |
| <b>Mercado de trabajo</b>               |        |                       |        |           |        |        |        |        |        |        |        |
| Tasa de actividad                       | (3)    | %                     | -      | -         | -      | -      | -      | 41,8   | -      | -      | -      |
| Tasa de empleo                          | (3)    | %                     | -      | -         | -      | -      | -      | 32,8   | -      | -      | -      |
| Tasa de desocupación                    | (3)    | %                     | -      | -         | -      | -      | -      | 21,5   | -      | -      | -      |
| <b>Precios</b>                          |        |                       |        |           |        |        |        |        |        |        |        |
| IPC                                     | (3)    | Var.% 1 mes           | -0,1   | 2,3       | 3,1    | 4,0    | 10,4   | 4,0    | 3,6    | 3,2    | 2,3    |
| IPIM                                    | (3)    | Var.% 1 mes           | -0,2   | 6,7       | 11,3   | 13,1   | 19,9   | 12,3   | 8,5    | 4,6    | 5,3    |
| IPIB                                    | (3)    | Var.% 1 mes           | -0,2   | 7,2       | 11,8   | 13,7   | 20,0   | 12,8   | 8,9    | 4,7    | 5,2    |
| IPP                                     | (3)    | Var.% 1 mes           | -0,2   | 6,9       | 9,9    | 14,3   | 19,3   | 12,7   | 9,5    | 5,4    | 5,3    |
| ICC                                     | (3)    | Var.% 1 mes           | -0,2   | 2,7       | 5,5    | 4,3    | 6,5    | 4,3    | 2,8    | 4,0    | 2,6    |
| <b>Finanzas Públicas</b>                |        |                       |        |           |        |        |        |        |        |        |        |
| Recaudación DGI, ANA y SSS              | (4)    | \$ millones           | 2.819  | 3.411     | 3.001  | 3.077  | 2.884  | 4.827  | 4.615  | 4.987  | 4.731  |
| IVA                                     | (4)    | \$ millones           | 825    | 1.009     | 1.027  | 1.036  | 899    | 1.511  | 1.403  | 1.413  | 1.364  |
| Ganancias                               | (4)    | \$ millones           | 641    | 623       | 469    | 480    | 433    | 893    | 833    | 764    | 844    |
| Ingresos de la Seguridad Social         | (4)    | \$ millones           | 434    | 749       | 595    | 528    | 528    | 709    | 656    | 915    | 702    |
| Comercio Exterior                       | (4)    | \$ millones           | 69     | 67        | 69     | 168    | 309    | 554    | 710    | 865    | 812    |
| <b>Sector Externo</b>                   |        |                       |        |           |        |        |        |        |        |        |        |
| Exportación de bienes (FOB)             | (3)    | US\$ millones         | 1.944  | 1.812     | 1.855  | 2.075  | 2.146  | 2.343  | 2.213  | 2.211  | 2.151  |
| Importación de bienes (CIF)             | (3)    | US\$ millones         | 931    | 853       | 627    | 592    | 611    | 862    | 687    | 813    | 764    |
| Balanza comercial bienes                | (3)    | US\$ millones         | 1.013  | 959       | 1.228  | 1.483  | 1.535  | 1.481  | 1.526  | 1.398  | 1.387  |
| Reservas líquidas del B.C.R.A.          | (5)    | US\$ millones         | 14.551 | 13.947    | 13.871 | 12.780 | 12.171 | 10.185 | 9.629  | 8.986  | 9.102  |
| Tipo de cambio nominal                  | (5)    | \$/US\$               | 1,00   | 1,40 (**) | 2,15   | 2,90   | 2,95   | 3,60   | 3,80   | 3,68   | 3,62   |
| <b>Dinero</b>                           |        |                       |        |           |        |        |        |        |        |        |        |
| Depósitos bimonetarios (#)              | (5)    | u\$/\$ millones       | 65.601 | 78.929    | 76.110 | 71.304 | 64.674 | 60.408 | 58.587 | 56.846 | 57.327 |
| M3 bimonetario (#)                      | (5)    | u\$/\$ millones       | 74.692 | 88.281    | 85.400 | 83.504 | 77.831 | 73.809 | 71.620 | 70.294 | 70.593 |
| Tasas de interés                        |        |                       |        |           |        |        |        |        |        |        |        |
| Depósitos en \$ a 30 días               | (5)    | %                     | 7,4    | 5,53      | 7,75   | 15,00  | 45,88  | 64,54  | 71,88  | 76,47  | 65,52  |
| Préstamos 1a línea en \$ a 30 días (##) | (5)    | %                     | n.d.   | 29,53     | 31,92  | -      | -      | -      | -      | -      | -      |
| <b>Mercado de capitales</b>             |        |                       |        |           |        |        |        |        |        |        |        |
| Merval (en dólares)                     | (6)    | Var.% en período      | 46,0   | -24,1     | -14,6  | -17,8  | -15,1  | -33,7  | 3,8    | 4,7    | 7,4    |
| Burcap (en dólares)                     | (6)    | Var.% en período      | 50,2   | -29,1     | -3,1   | -1,9   | -14,4  | -14,3  | 1,3    | 0,2    | 3,8    |
| Discount strip                          | (6)    | Puntos básicos (*)    | 3.906  | 3.944     | 3.663  | 4.192  | 3.662  | 4.268  | 4.430  | 5.284  | 7.748  |
| FRB                                     | (6)    | Puntos básicos (*)    | 13.615 | 11.605    | 12.066 | 12.276 | 13.843 | 21.548 | 34.020 | 36.603 | 45.328 |

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

(\*\*) Corresponde a la cotización del dólar oficial. El cierre del mes del mercado libre fue de 1,94 \$/US\$. A partir del siguiente mes, febrero de 2002, existe mercado único y libre.

(#) A partir de enero de 2002 las normas reglamentarias del régimen cambiario dispuesto por la Ley N° 25.561 establecieron la relación \$ 1,40 = US\$ 1.

Por ello y de acuerdo al Decreto N° 214/02 de reordenamiento del sistema financiero, desde enero de 2002 se presenta el total de depósitos como suma de los denominados en pesos y los denominados en dólares convertidos a pesos según la relación \$1,40 = US\$1. En el caso del agregado M3\*, se procedió en forma similar.

(##) No es posible presentar información actualizada debido a que las entidades informantes no han predefinido una política de tasas de interés para este tipo de préstamos.

**Fuente:** (1) Dirección Nacional de Cuentas Nacionales  
 (2) Dirección Nacional de Cuentas Internacionales  
 (3) INDEC  
 (4) Secretaría de Hacienda  
 (5) Banco Central de la República Argentina  
 (6) Oficina Nacional de Crédito Público  
 (7) Asociación de Fabricantes de Cemento Portland