

# Nota sobre la evolución de la economía argentina en 1988

documento de trabajo

31

---

Comisión Económica para América Latina y el Caribe  
Oficina en Buenos Aires

**NOTA SOBRE LA EVOLUCION  
DE LA ECONOMIA ARGENTINA EN 1988**

Buenos Aires, mayo de 1989

LC/BUE/L.113

# INDICE

	Página
<b>I. Rasgos generales de la evolución reciente</b>	1
Introducción y síntesis .....	1
<b>II. La evolución de la Actividad Económica ..</b>	<b>13</b>
1. Las tendencias en la oferta y la demanda globales .....	13
2. La evolución de los principales sectores .....	19
2.1. <i>El sector agropecuario</i> .....	19
2.2. <i>La minería</i> .....	22
2.3. <i>La industria manufacturera</i> .....	26
2.4. <i>La electricidad</i> .....	29
<b>III. El sector externo .....</b>	<b>31</b>
1. La evolución global y el financiamiento del déficit del balance de pagos .....	31
2. La política cambiaria .....	38
3. El comercio exterior .....	45
3.1. <i>Las exportaciones</i> .....	45
3.2. <i>Las importaciones</i> .....	52
<b>IV. Los precios, los salarios y el empleo .....</b>	<b>55</b>
1. Los precios .....	55
2. Los salarios y el empleo .....	61
<b>V. La política Fiscal y Monetaria .....</b>	<b>67</b>
1. La política fiscal .....	67
2. La política monetaria y financiera .....	73

# **I. Rasgos generales de la evolución reciente**

## **1. Introducción y síntesis**

La evolución de la economía argentina en 1988 estuvo marcada por una disminución de la actividad real, una aceleración en el ritmo inflacionario y un aumento en el saldo del balance comercial (véase el Cuadro 1). La variación del producto agregado fue atribuible a la caída en la producción industrial y la construcción. Por su parte, la tasa de aumento del IPC promedió un 14% mensual (lo que acumuló cerca del 400% a lo largo del año), con un máximo marcado en los meses de julio y agosto, cuando superó el 25% mensual. La recuperación del superávit comercial se debió principalmente al mayor valor de las exportaciones, tanto en volúmenes como en precios: los términos del intercambio mostraron una mejoría, luego de un período de sostenida y profunda disminución. Sin embargo, esto no se tradujo en un alivio de la situación de pagos: si bien aumentaron las reservas, el financiamiento del déficit en cuenta corriente se realizó en parte a través de un aumento de los atrasos.

En los últimos años, la política económica mostró especial preocupación por controlar las tendencias inflacionarias, que seguían manifestándose con intensidad. Desde el punto de vista monetario y fiscal, se buscó reducir el déficit y modificar la forma

de financiamiento a fin de limitar la creación de dinero originada en el sector público. Sin embargo, no se logró una solución sostenible para los ya crónicos problemas financieros del gobierno, en circunstancias en que los efectos del desequilibrio fiscal se veían amplificados por la rigidez del mercado de deuda pública y por la baja demanda de moneda.

Este panorama general no varió en 1988, pese a la introducción de algunas reformas (tales como la puesta en funcionamiento de un nuevo régimen de coparticipación federal de impuestos) dirigidas a hacer más explícitas las restricciones de presupuesto y a ordenar la administración fiscal. La fragilidad de las finanzas públicas se puso de manifiesto en forma aguda en la primera parte del año, cuando hubo una urgente demanda de fondos por parte de algunas provincias y de sectores de la administración central. Por otro lado, la recaudación tributaria disminuyó, como ya lo había hecho el año anterior. Sin embargo, el déficit del sector público (que había crecido significativamente en 1987) se contrajo, por efecto de una reducción en los gastos, tanto corrientes como de inversión.

No obstante, el ritmo de creación de dinero se aceleró. Pese a que el Banco Central restringió la concesión de redescuentos (que habían cobrado gran importancia, especialmente como fuentes de recursos para los bancos provinciales y los programas oficiales de crédito para la vivienda), el sector externo se convirtió en un factor de expansión. Además, el gobierno enfrentó grandes dificultades para colocar nuevos títulos en el mercado abierto e, incluso, para renovar aquellos que estaban en circulación; como consecuencia, el valor real de los bonos en poder del público se redujo fuertemente. En respuesta, se elevaron los requisitos de

Cuadro 1

## ARGENTINA. PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS

	1985	1986	1987	1988(a)
<b>A. Indicadores económicos básicos</b>				
Producto bruto interno a precios de mercado (australes a precios de 1970)	10104.6	10656.2	10870.0	10567.7 (i)
Población (millones de habitantes al 30/6)	30.6	31.0	31.5	32.0
Producto bruto interno por habitante (australes de 1970 por cada millón de habitantes)	330.6	343.4	345.1	330.6 (i)
<b>B. Indicadores económicos de corto plazo</b>				
	<b>Tasas anuales de crecimiento</b>			
Producto bruto interno	-4.5	5.5	2.0	-2.8 (i)
Producto bruto interno por habitante	-6.0	3.9	0.5	-4.2 (i)
Relación de precios del intercambio	-13.9	-15.1	-14.0	18.2
Valor corriente exportaciones	3.6	-18.4	-7.2	43.1
Valor corriente importaciones	-16.8	23.9	23.2	-8.4
Precios al consumidor				
Diciembre a diciembre	385.4	81.9	174.8	387.7
Variación media anual	672.2	90.1	131.3	343.0
Dinero (b)	593.3	85.4	124.9	333.7 (i)
Salario total del obrero industrial (real) (c) (variación media anual)	-12.1	5.5	-8.3	-6.1
Tasa de desocupación abierta (d)	5.3	4.7	5.3	6.0
	<b>Porcentajes del PBI</b>			
Ingresos corrientes del Gobierno Nacional (e)	22.3	20.8	19.7	18.8
Gastos corrientes del Gobierno Nacional (e)	22.7	22.0	22.1	20.1
Necesidad de financiamiento del sector público no financiero nacional (f)	5.4	4.1	7.4	4.2
<b>C. Sector externo</b>				
	<b>Millones de dólares</b>			
Saldo del comercio de bienes y servicios reales	4351	1555	257	3550
Saldo del comercio de bienes	4582	2128	542	3770
Pago neto de utilidades e intereses	-5304	-4416	-4485	-5181
Saldo de la cuenta corriente	-953	-2859	-4236	-1631
Saldo de la cuenta capital (g)	2796	2025	2626	3135
Variación de las reservas internacionales netas (g)	1871	-563	-1111	1785
Deuda externa (h)	49326	51422	54700 (i)	57000 (i)

FUENTE : Banco Central de la República Argentina; Instituto Nacional de Estadística y Censos y Oficina de la CEPAL en Buenos Aires sobre la base de datos oficiales.

- (a) Cifras preliminares.  
 (b) Variación de saldos a fin de año.  
 (c) Deflactado por el IPC promedio del mes de devengamiento y el mes siguiente.  
 (d) Porcentaje sobre la población económicamente activa. Promedio simple de los resultados de las encuestas de abril y octubre de cada año en Capital Federal y Gran Buenos Aires; en 1986, promedio de encuestas de junio y noviembre.  
 (e) Administración Nacional y Sistema Nacional de Seguridad Social.  
 (f) Gobierno Nacional y empresas públicas.  
 (g) A partir de 1981 se produjo un cambio en las definiciones de la cuenta capital y reservas internacionales.  
 (h) Deuda pública y privada efectivamente contraída. Incluye atrasos.  
 (i) Cifras estimadas.

encaje. Esta forma de absorción tenía claras limitaciones; por otra parte, al elevarse las tasas nominales de interés (como sucedió hasta el mes de agosto), también lo hacía la creación originada en la remuneración de los fondos inmovilizados por los bancos. Del lado de la demanda de dinero, las tenencias de saldos reales reaccionaron fuertemente ante la aceleración inflacionaria que culminó en agosto: en el tercer trimestre, el coeficiente de liquidez ( $M1/PBI$ ) alcanzó valores comparables a los de mediados de 1985. La rapidez del ajuste de las expectativas de inflación y de las decisiones de cartera contribuyó a configurar hacia mediados de año una situación potencialmente muy inestable.

En los últimos años, el manejo de los precios regulados por el sector público planteó un persistente dilema entre la búsqueda de un cierto equilibrio en los precios relativos y el objetivo de influir sobre los movimientos a corto plazo de la inflación. Este conflicto produjo una alternancia de períodos de descompresión y compresión: en algunos momentos, se aceleraban los ajustes de las tarifas y el tipo de cambio y se relajaban los controles sobre los precios industriales; una vez recuperados los valores relativos de esas variables, se atenuaban fuertemente sus incrementos nominales, a fin de "anclar" los precios agregados y evitar que los brotes inflacionarios se perpetuaran. De allí resultó un patrón particular en los movimientos de precios, con fluctuaciones bastante amplias en la tasa de inflación. Con algunas características especiales, el comportamiento observado en 1988 se correspondió aproximadamente a esa descripción.

La salida del breve congelamiento decidido en octubre de 1987 implicó una intensa aceleración de las alzas de precios. Este proceso, que abarcó los ocho primeros meses de 1988, fue



impulsado, en especial, por los fuertes aumentos en los precios industriales y en las tarifas. Los controles sobre los precios industriales se fueron levantando a principios de 1988, hasta llegar a una liberación casi completa en abril. Al mismo tiempo, las empresas habrían adoptado una política de rápida recomposición de sus márgenes: los ajustes efectuados en los precios superaron ampliamente la tasa media de inflación. También se adelantaron los precios públicos, en parte como resultado de la aplicación de nuevos impuestos de asignación específica. Por otro lado, el ritmo de devaluación cambiaria, si bien fue más lento que la variación del IPM, superó con nitidez el aumento del IPC. A mediados del año, además, se observó un brusco crecimiento de los precios agropecuarios, empujados, en el caso de los granos, por el alza de las cotizaciones internacionales. El conjunto de estos impulsos contribuyó no sólo a incrementar la tasa de inflación, sino que también derivó en una significativa caída en los salarios reales en el sector privado, pese a la entrada en funcionamiento del régimen de convenciones colectivas de trabajo.

La aceleración inflacionaria se acompañó con una evolución irregular en el producto. Durante la primera parte del año hubo una clara recuperación en la producción agropecuaria, dado que la mejora del tipo de cambio real en la segunda mitad de 1987 estimuló la siembra, y que en el período de cosecha no se repitieron las desfavorables condiciones climáticas que habían afectado la campaña anterior; estas condiciones se revirtieron en los últimos meses de 1988 a raíz de una generalizada sequía. En el sector industrial se profundizó la tendencia declinante de la actividad, luego de una breve reanimación en el primer trimestre. La caída de la producción (a la que probablemente no fue ajena la

significativa alza de los precios relativos de los bienes industriales) afectó principalmente a los sectores más dependientes del mercado interno; por contraste, el crecimiento de las exportaciones contribuyó a amortiguar la caída de la actividad de ramas como la siderurgia y la petroquímica.

Los mayores volúmenes de exportación de bienes agropecuarios y manufacturados fueron el factor principal del fuerte aumento en el balance comercial, que se había contraído notablemente en el período previo. Hacia mediados del año, además, la sequía en los EEUU provocó una abrupta mejora en los precios internacionales de los granos; pese a que buena parte de las ventas argentinas se habían efectuado a los precios anteriores, ello repercutió sobre los valores unitarios de exportación.

La depresión de los términos del intercambio (que alcanzaron en 1987 su valor más bajo de los últimos treinta años) había tenido importantes consecuencias macroeconómicas, al presionar a la política cambiaria e inducir la reducción de los impuestos a la exportación. Simétricamente, el cambio en los mercados internacionales amplió el margen de maniobra a corto plazo de la política económica. El programa anunciado en agosto (y que se conoció como "Plan Primavera") buscó aprovechar ese cambio en las condiciones internacionales para enfrentar la emergencia planteada por la muy rápida inflación.

Una de las medidas más importantes de ese programa fue la modificación del régimen cambiario. Hasta entonces, existía un doble mercado de cambios: por el mercado oficial, con un tipo de cambio fijado por el Banco Central, se cursaban las operaciones de importación y exportación; las demás transacciones se realizaban en el mercado libre, donde el precio de las divisas flotaba sin

intervención directa del Banco Central. El sistema implantado en agosto implicó la transferencia de los principales rubros de importación al mercado libre; las exportaciones primarias permanecerían en el mercado oficial, mientras que las divisas provenientes de las ventas de productos industriales se liquidarían a un promedio de los tipos de cambio correspondientes a ambos mercados. El Banco Central continuaría fijando el tipo de cambio oficial; en el mercado libre, los precios seguirían siendo flotantes, pero el Banco Central intervendría vendiendo (a través de licitaciones) parte de las divisas ingresadas por el mercado comercial. Teniendo en cuenta la brecha entre los dos tipos de cambio, estas operaciones implicarían ganancias para el sector público. Es decir, el esquema cambiario era equivalente a la aplicación de derechos a la exportación primaria, con la salvedad de que la tasa de esos impuestos no sería fija, sino que variaría según la magnitud del diferencial entre los dos tipos de cambio.

Simultáneamente con el anuncio del sistema cambiario (que se acompañó de un ajuste en el tipo de cambio oficial), se decidió un aumento general del 30% en las tarifas, las que se mantendrían constantes por dos meses. También se hizo público un acuerdo entre las autoridades y la principal asociación de industriales, por el cual las empresas adecuarían las variaciones de sus precios a pautas concertadas; éstas preveían un aumento del 1.5% en agosto (una vez aplicadas las listas de precios autorizadas al día 2 de ese mes) y del 3.5% en setiembre; al mismo tiempo, se acordó modificar el régimen de importaciones, de forma de ir reemplazando las restricciones cuantitativas existentes por aranceles. El mecanismo de formación de salarios no fue alterado; es decir, se mantuvo la vigencia de las convenciones colectivas de

trabajo. Desde el punto de vista fiscal, el gobierno anunció que limitaría los aportes para obras públicas y para las empresas estatales; por el lado de los ingresos, se contaba con un aumento de la recaudación real al desacelerarse la inflación, y se decidió una rebaja del 3% de la tasa del IVA, como parte del acuerdo con el sector industrial.

Aun cuando el acuerdo entre el gobierno y los empresarios constituyó un elemento nuevo, el programa estaba dirigido a interrumpir la aceleración inflacionaria, más que a intentar una estabilización definida. Las características del plan y las condiciones en que fuera iniciado hacían improbable que se produjera una modificación drástica en las expectativas: la percepción del público sobre la efectividad del ensayo de desinflación parecía depender, aun en el corto plazo, de los resultados que se fueran observando. Es decir que, aunque sin duda el anuncio de las medidas buscó inducir una moderación de las previsiones inflacionarias (de forma de evitar que éstas se focalizaran en las muy altas tasas registradas a mediados del año), existían incertidumbres, especialmente sobre la evolución monetaria y fiscal y la política de ingresos, que impedían contar con un efecto bien marcado. Ello hacía que el programa tuviera necesariamente un horizonte reducido y que las reacciones provocadas por los anuncios no fueran en muchos casos más allá de abrir un compás de espera.

Por otro lado, el manejo del régimen cambiario planteaba algunas cuestiones novedosas para la administración de la política económica. El tipo de cambio era, tal vez aún más en este caso de lo que vale en general, una variable de primera importancia para la regulación del nivel de precios agregado. El sistema anunciado en agosto establecía una vinculación directa entre los costos internos

y el precio de las divisas en el mercado libre, lo que podía implicar que las decisiones de cartera tuvieran un efecto más rápido que anteriormente sobre los precios relativos internos y la tasa de inflación. Esto abría la posibilidad de que, ante un movimiento de salida de capitales, las autoridades se vieran en la opción inmediata de utilizar reservas o permitir que el impulso se trasladara de forma más o menos automática a los precios domésticos.

Esta disyuntiva, sin embargo, no se presentó en los meses iniciales del programa. Las tasas nominales de interés, si bien se redujeron abruptamente, se ubicaron bien por encima de la pauta de inflación anunciada. En cambio, las expectativas de devaluación en el corto plazo se atenuaron más rápidamente, tal vez por la percepción de que, en lo inmediato, las autoridades estaban dispuestas y contaban con los recursos para regular la flotación dentro de márgenes estrechos. Los altos rendimientos esperados estimularon la liquidación de divisas: hasta fines de año, las ventas del Banco Central en el mercado libre fueron menores que las importaciones en el período (es decir, que las transacciones financieras propiamente dichas habrían implicado una oferta neta) mientras que, al mismo tiempo, el tipo de cambio varió lentamente.

De todos modos, el comportamiento del mercado mostró algunos altibajos. En particular, en noviembre se observó una incipiente presión de demanda; la respuesta fue un endurecimiento de la política monetaria, a través de un aumento de los encajes. El episodio, si bien pasajero, puso de manifiesto un problema potencial: si las ventas de divisas del Banco Central adquirían un volumen creciente, se podían fomentar dudas sobre la robustez del esquema cambiario, pero, al mismo tiempo, limitar la necesidad de intervención estimulando el alza de las tasas de interés (al margen

de su posible efecto sobre la actividad real), tendría consecuencias sobre el déficit fiscal y tal vez también incrementaría las presiones futuras en el mercado de cambios, al aumentar el valor de los depósitos a su vencimiento.

Los precios mostraron una neta desaceleración, aunque ésta se produjo con alguna demora. En muchos casos, los precios autorizados a principios de agosto reflejaron aumentos de importancia con respecto a los valores anteriores. Durante ese mes, además, parece haber habido algunas remarcaciones de cierta magnitud. Esto se unió al efecto del aumento inicial en las tarifas y a una fuerte alza en el precio de la carne: la variación del IPC en agosto superó el 27%. Sin embargo, este impulso no perduró; en el cuarto trimestre, la tasa media de inflación (medida por el IPC) fue del 7% mensual, con un mínimo en noviembre por debajo del 6%.

La caída en la tasa de inflación se acompañó de movimientos en los precios relativos en sentido inverso a lo observado en la primera parte del período: el tipo de cambio, las tarifas y los precios industriales crecieron más lentamente que los precios no pautados. En algunos casos, esto no llegó a compensar el adelanto registrado anteriormente. A fines del año, la relación de precios industriales a precios de los servicios se mantenía en un valor más alto que doce meses atrás, y lo mismo ocurría con las tarifas en relación al IPC. Por contraste, el tipo real de cambio era inferior al de la última parte de 1987. La disminución era especialmente significativa en la tasa del mercado libre; para las exportaciones, el deslizamiento de la relación entre tipo de cambio y precios parece haber compensado casi totalmente el efecto del alza en los precios internacionales. Por otro lado, aunque los ajustes de los salarios nominales se

desaceleraron fuertemente en el cuarto trimestre (es decir, no hubo indexación en base a la inflación pasada), hubo una recuperación en las remuneraciones reales, a partir de un mínimo marcado en agosto.

La incipiente mejora del poder de compra de los salarios probablemente influyó sobre la demanda de algunos bienes de consumo. Sin embargo, las altas tasas reales de interés (y tal vez también la caída en el tipo de cambio real, que puede haber tenido un efecto riqueza no despreciable en ciertos grupos de ingresos altos, dado el grado de dolarización de sus activos) desalentaron la compra de bienes durables. En términos generales, pese a que hubo indicios de algún repunte en la demanda percibida por la industria en su conjunto en la última parte del año, eso no se reflejó en la producción.

Al finalizar 1988, por lo tanto, la situación económica seguía mostrando signos de fragilidad. Con instrumentos limitados, el programa anunciado en agosto había inducido un descenso en la tasa de inflación, tal vez más allá de las previsiones iniciales de buena parte del público. Pero persistían los problemas fiscales, y algunos precios utilizados como "ancla" venían atrasándose. Si bien la demanda de dinero había aumentado, era posible que se tratara de un movimiento rápidamente reversible. El esquema cambiario, que seguía siendo un elemento central para la contención a corto plazo de los precios, podía enfrentar presiones de varios tipos. El hecho de que las tasas de interés se mantuvieran altas podía reflejar una actitud reticente de los tenedores de activos: los fondos ingresados en los meses previos (cuyo valor en divisas se había incrementado fuertemente por los altos rendimientos de las colocaciones) eran potencialmente volátiles ante alguna señal que

indujera su retiro. Aparentemente, el Banco Central contaba con reservas disponibles para intervenir en el mercado. Pero, una fracción del incremento de reservas había tenido como contrapartida un mayor volumen de atrasos en el servicio de la deuda; esto hacía que el margen de maniobra de las autoridades (y la percepción que del mismo tenían los mercados) fuera muy sensible a la posición que adoptaran los acreedores. Por otro lado, las perspectivas de que el saldo comercial fuera nuevamente elevado (como se venía anticipando) podían verse atenuadas por la sequía que se registraba en las zonas agrícolas. En estas condiciones, el horizonte de las políticas (y de las expectativas) era limitado, teniendo en cuenta, además, la proximidad de las elecciones presidenciales.



## **II. La Evolución de la Actividad Económica**

### **1. Las tendencias en la oferta y la demanda globales**

Luego de la recesión que culminó a mediados de 1985 y de la recuperación que alcanzó hasta la última parte del año siguiente, la actividad económica mostró una evolución irregular. En 1987, el producto global tuvo un leve crecimiento, aunque algunos sectores importantes (como la industria manufacturera) se contrajeron. A lo largo de 1988, las tendencias recesivas se hicieron más marcadas. En el promedio del año, el producto agregado se redujo en alrededor de un 3% (véase el Cuadro 2). La caída fue significativa en la industria y la construcción; en el sector agropecuario se registró un importante crecimiento durante los primeros nueve meses del año que luego fue compensado por una brusca caída en el último trimestre (véase el Cuadro 3).

Este comportamiento reflejó tanto los ya tradicionales problemas de la economía argentina en recuperar su dinamismo como influencias de más corto plazo. La restricción externa se había endurecido en 1987, al contraerse fuertemente el saldo comercial; aunque los precios internacionales mejoraron en 1988, el margen para una expansión de la demanda doméstica permaneció muy limitado. Por otra parte, los graves problemas financieros del sector público llevaron a una reducción del gasto y al uso de la política de encajes como forma para restringir el

Cuadro 2

## ARGENTINA. OFERTA Y DEMANDA GLOBALES (a)

	Australes a precios de 1970				Composición porcentual			Tasas anuales de crecimiento			
	1985	1986	1987	1988(b):	1970	1980	1988(b):	1985	1986	1987	1988(b)
Oferta Global	11035.6	11750.4	12030.8	11610.2	109.0	118.3	109.9	-5.5	6.5	2.4	-3.5
Producto bruto interno a precios de mercado	10104.6	10656.2	10870.0	10567.7	100.0	100.0	100.0	-4.5	5.5	2.0	-2.8
Importaciones de bienes y servicios	931.0	1094.2	1160.9	1042.5	9.0	18.3	9.9	-14.5	17.5	6.1	-10.2
Demanda Global	11035.6	11750.4	12030.8	11610.2	109.0	118.3	109.9	-5.5	6.5	2.4	-3.5
Demanda interna	9338.8	10172.3	10468.0	9750.2	99.8	106.9	92.3	-8.1	8.9	2.9	-6.9
Inversión bruta interna	1045.5	1219.2	1430.3	1238.7	21.2	23.7	11.7	-20.0	16.6	17.3	-13.4
Inversión bruta fija	1171.8	1267.0	1451.0	1241.3	21.2	22.8	11.7	-11.7	8.1	14.5	-14.5
Construcción	669.4	719.5	818.4	685.8	13.2	12.9	6.5	-9.3	7.5	13.7	-16.2
Privada	472.4	435.7	487.6	421.2	8.0	7.6	4.0	-9.0	-7.8	11.9	-13.6
Pública	197.1	283.8	330.8	264.6	5.3	5.3	2.5	-10.0	44.0	16.6	-20.0
Equipo durable de producción	502.4	547.5	632.7	555.0	8.0	9.9	5.3	-14.6	9.0	15.6	-12.3
Variación de existencias	-126.3	-47.8	-20.7	-2.6	0.0	0.9	-0.0	.	.	.	.
Consumo total	8293.2	8953.1	9037.7	8511.5	78.6	83.2	80.5	-6.4	8.0	0.9	-5.8
Exportaciones de bienes y servicios	1696.8	1578.0	1562.8	1860.0	9.2	11.4	17.6	12.5	-7.0	-1.0	19.0

FUENTE : Banco Central de la República Argentina.

(a) Por razones de redondeo la suma de los parciales puede no coincidir con el total.

(b) Cifras estimadas sobre la base de información parcial.

crecimiento de la oferta de dinero; en todo caso, ante las expectativas de inflación prevalecientes, los aumentos en la demanda nominal eran rápidamente absorbidos por los precios. Y, en las condiciones de inestabilidad que mostraba la economía, parecía difícil que se mantuviera el alza en la inversión que se había insinuado en los años anteriores. Resulta significativo, en este sentido, que la disminución de la demanda interna y, especialmente, del gasto en capital haya sido particularmente intensa en el tercer trimestre del año, cuando se observó una rápida aceleración de los precios.

El consumo total disminuyó en 1988 alrededor de un 6%, es decir, más que el producto. La disminución en el salario real que tuvo lugar hasta el mes de agosto (como reflejo de los fuertes ajustes en los precios industriales y las tarifas, en particular) fue, sin duda un factor de esta caída. Pero, además, las rápidas alzas de precios parecen haber desanimado en ese período las compras de bienes durables por parte de los grupos de mayores ingresos. En la última parte del año, si bien la recuperación de los salarios indujo un aumento en las demandas de algunos bienes, los mercados de durables no mostraron una recuperación. En esto pueden haber jugado las altas tasas de interés y, tal vez también, un efecto riqueza asociado a la disminución del tipo de cambio real para las transacciones financieras, dado el alto grado de dolarización de los activos de un número importante de individuos.

La inversión fija había alcanzado un máximo a mediados de 1987. En los primeros seis meses de 1988 se mantuvieron aproximadamente los niveles de la última parte del año anterior; luego, se produjo una significativa caída. Considerando al año en su conjunto, la formación bruta de capital habría disminuído

Cuadro 3

## ARGENTINA. PRODUCTO BRUTO INTERNO POR CLASE DE ACTIVIDAD ECONOMICA, A COSTO DE FACTORES (a)

	Austriales a precios de 1970				Composición porcentual			Tasas anuales de crecimiento			
	1985	1986	1987	1988(b):	1970	1980	1988(b):	1985	1986	1987	1988(b)
Producto Bruto Interno	8952.6	9441.3	9630.7	9362.9	100.0	100.0	100.0	-4.5	5.5	2.0	-2.8
Bienes	3966.8	4199.1	4279.1	4103.0	49.0	46.1	43.8	-6.7	5.9	1.9	-4.1
Agricultura	1421.3	1375.2	1422.6	1425.4	13.2	12.5	15.2	-1.7	-3.2	3.4	0.2
Minería	241.6	232.3	232.7	256.0	2.3	2.5	2.7	-2.6	-3.8	0.2	10.0
Industria manufacturera	2020.1	2280.2	2266.7	2113.6	27.0	24.6	22.6	-10.3	12.9	-0.6	-6.8
Construcción	283.8	311.4	357.1	308.0	6.5	6.5	3.3	-6.7	9.7	14.7	-13.7
Servicios básicos	1466.1	1550.3	1607.0	1600.5	13.6	14.2	17.1	-2.4	5.7	3.7	-0.4
Electricidad, gas y agua	417.5	448.6	475.8	492.8	2.3	3.5	5.3	1.3	7.4	6.1	3.6
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	1048.6	1101.7	1131.2	1107.7	11.3	10.6	11.8	-3.8	5.1	2.7	-2.1
Otros servicios	3519.9	3692.1	3744.7	3659.4	37.4	39.7	39.1	-2.9	4.9	1.4	-2.3
Comercio, restaurantes y hoteles	1260.3	1370.3	1389.5	1310.4	15.2	16.2	14.0	-8.3	8.7	1.4	-5.7
Finanzas, seguros y servicios prestados a las empresas	697.9	747.1	768.2	749.0	7.6	8.9	8.0	-1.2	7.0	2.8	-2.5
Servicios comunales, sociales y personales	1561.7	1574.7	1587.0	1600.0	14.6	14.6	17.1	1.1	0.8	0.8	0.8

FUENTE : Banco Central de la República Argentina.

(a) Por razones de redondeo la suma de los parciales puede no coincidir con el total.

(b) Cifras estimadas sobre la base de información parcial.

alrededor de un 14%. Esto implicó una reversión de la tendencia ascendente de la tasa de inversión, que se había observado en los dos años anteriores. En 1988, el coeficiente de inversión fija a PBI se ubicó en un valor inferior al 12%, que no se destacó como anormalmente bajo de acuerdo a la experiencia reciente, pero que ciertamente estuvo muy lejos de las cifras históricas.

En parte, la caída en la inversión obedeció a la fuerte restricción de presupuesto del sector público, que implicó un menor gasto en capital. Por su lado, el reducido horizonte para las decisiones que derivó de una incierta evolución macroeconómica probablemente afectó la inversión privada, junto con la debilidad de la demanda y, en la última parte del año, una elevada tasa de interés real.

La disminución en la demanda interna se vio compensada parcialmente por un crecimiento apreciable en el volumen de las exportaciones. Este aumento se debió sin duda a causas coyunturales, pero también revela el cambio en la estructura de la demanda que se ha venido registrando en la presente década. En los años setenta, el coeficiente de las exportaciones de bienes y servicios osciló alrededor del 10% del PBI (con una leve tendencia ascendente), un valor que era menos de la mitad de las tasas de inversión típicas del período. En el presente decenio, el volumen de exportaciones creció, mientras que el producto se estancaba y las inversiones caían fuertemente. Los resultados observados en 1988 marcan con claridad esta evolución: la relación de exportaciones a PBI fue de alrededor del 18%, o una vez y media el coeficiente de inversión.

En 1988 se combinaron varias razones para determinar el comportamiento expansivo del volumen de ventas al exterior. Las

## ARGENTINA. INDICADORES DE LA PRODUCCION AGROPECUARIA

	Australes a precios de 1970				Tasas anuales de crecimiento			
	1985	1986	1987	1988(a)	1985	1986	1987	1988(a)
1. Producto bruto interno del sector agropecuario al costo de factores (b)	1421.3	1375.2	1422.6	1425.4	-1.7	-3.2	3.4	0.2
Agrícola (c)	897.3	851.5	884.4	902.3	-2.1	-5.1	3.9	2.0
Cereales	296.2	257.1	237.6	...	-8.4	-13.2	-7.6	...
Oleaginosas	286.4	266.1	300.5	...	6.6	-7.1	12.9	...
Cultivos industriales	137.6	141.3	154.9	...	-6.3	2.7	9.6	...
Pecuario (d)	485.3	481.8	492.3	482.5	0.8	-0.7	2.2	-2.0
Ganado vacuno	332.7	320.8	319.8	...	-1.5	-3.6	-0.3	...
Leche	82.7	87.5	91.8	...	10.3	5.8	4.9	...
Lana	21.1	22.2	24.1	...	-6.9	5.2	8.6	...
Granja	30.2	32.5	35.3	...	7.2	7.6	8.6	...
Pesca	8.8	9.1	11.3	10.6	25.2	3.4	24.2	-6.2

FUENTE: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos oficiales.

(a) Cifras estimadas sobre la base de información parcial.

(b) Incluye también construcciones agropecuarias, caza, silvicultura y extracción de madera.

(c) Incluye también hortalizas, legumbres, frutas y flores.

(d) Incluye también otros ganados.

exportaciones agropecuarias se vieron favorecidas por los mayores saldos resultantes de la campaña 1987/88, al no repetirse las desfavorables condiciones climáticas que afectaron la cosecha anterior. Asimismo, aumentaron las exportaciones de manufacturas, en parte como reacción frente a la caída en la demanda local, pero también reflejando la mayor orientación hacia los mercados externos que se observó en los últimos años en ciertas actividades, particularmente de bienes intermedios.

Al contraerse la producción industrial agregada y la inversión, también disminuyó el volumen de las importaciones. Como consecuencia de esto y, en especial, de las mayores exportaciones, el saldo físico del comercio exterior se elevó fuertemente, a cerca del 8% del PBI, un valor similar al de 1985 y netamente más alto que las cifras más elevadas de la década anterior. Un hecho notable del período fue que un superávit en el volumen de los flujos comerciales de tal magnitud no llevó a un alivio de las serias dificultades de pagos externos: a fines de 1988 volvía a plantearse la pregunta de cómo hacer consistentes los requerimientos de ajuste provenientes de los mercados de divisas con la capacidad para generar saldos en el comercio sin deprimir la actividad interna y la acumulación de capital.

## **2. La evolución de los principales sectores**

### **2.1. El sector agropecuario**

El producto del sector agropecuario registró en 1988 niveles similares a los del año anterior, como resultado de un modesto

Cuadro 5

## ARGENTINA. SUPERFICIE SEMBRADA Y PRODUCCION AGRICOLA

	Superficie sembrada (a) (millones de hectáreas)				Producción (a) (millones de toneladas)			
	Promedio				Promedio			
	1983/84 1987/88	1986/87	1987/88	1988/89 (b)	1983/84 1987/88	1986/87	1987/88	1988/89 (b)
Cereales	14.1	12.6	11.8	10.7	27.1	22.1	23.0	16.4
Trigo	5.8	5.0	4.9	4.5	10.6	8.7	9.0	8.0
Sorgo	1.6	1.1	1.1	0.9	4.7	3.0	3.2	2.0
Maíz	3.5	3.7	2.8	2.5	10.4	9.3	9.2	5.0
Oleaginosos	6.7	6.6	7.4	7.6	11.2	9.9	13.8	11.2
Lino	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
Girasol	2.3	1.9	2.1	2.3	3.0	2.2	2.9	2.8
Soja	3.5	3.7	4.4	4.6	7.4	6.7	9.5	8.0
Total cultivos anuales	21.8	20.1	20.3	20.4	.	.	.	.

FUENTE : Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca.

(a) La unidad de tiempo es el año agrícola.

(b) Cifras preliminares o estimadas.



crecimiento de la actividad agrícola que fue compensado por disminuciones en las restantes actividades (véase el Cuadro 4).

La campaña agrícola 1987-88, con una producción de 37 millones de toneladas de granos, constituyó una marcada recuperación frente a la reducida campaña anterior, pero se mantuvo todavía por debajo de los máximos obtenidos en la correspondiente a 1984/1985; desde entonces no ha logrado revertirse la disminución del área cultivada total y sólo en algunos cultivos se han mejorado los rindes. De los cultivos principales resalta el de la soja como única excepción a lo apuntado (véase el Cuadro 5).

La mejora de los precios agrícolas experimentada durante el año, impulsada a partir de mayo por la suba de precios internacionales vinculada con la sequía en los EEUU, generó expectativas positivas para la campaña 1988/1989; sin embargo, una generalizada y persistente sequía (fenómeno sin precedentes en los últimos quince años) afectó las áreas agrícolas argentinas, demoró la siembra y finalmente redujo el área sembrada respecto de lo esperado: se cultivaron con granos alrededor de 18 millones de hectáreas, 2 millones menos de lo previsto, una superficie sensiblemente menor, también, a la de la campaña anterior. Adicionalmente, la demora en la siembra comprometió los rindes en los granos de invierno y también afectará el desarrollo de los de verano, con lo que la producción de la campaña 1988/1989 resultará significativamente más reducida que la de 1986/1987 (véase nuevamente el Cuadro 5).

Por su parte, las existencias de ganado vacuno continuaron reduciéndose hasta mediados de año, estabilizándose a partir de entonces. Continuó la tendencia decreciente de la faena, el

crecimiento del rendimiento de los animales faenados y la reducción de la proporción de hembras en la faena: todo ello sugiere el pasaje, en el ciclo ganadero, de una fase de reducción a una de crecimiento de las existencias. Sin embargo, el deterioro del precio del novillo, a pesar de la disminución de la faena (véase el Cuadro 6), constituye un dato contradictorio con los anteriores; es probable que el fenómeno esté asociado con la caída del poder adquisitivo de la demanda interna en momentos en que la externa exhibía escaso dinamismo.

## 2.2. La minería

La producción de petróleo en 1988 fue de 26 millones de m<sup>3</sup>, un 5% por encima del año anterior (véase el Cuadro 7). De esta forma se logró recuperar el autoabastecimiento, generando además un saldo exportable.

Durante el año se pusieron en marcha dos planes con el objeto de impulsar la producción: el Plan Olivos -que se había comenzado a discutir el año anterior-, que otorga a las empresas el 80% del precio FOB para el crudo que se obtenga por encima de una curva básica de producción, determinada por YPF y el contratista privado, y el segundo, llamado Petroplán, que promueve la asociación entre YPF y empresas privadas a las cuales, después de pagar un derecho de explotación, se permite trabajar en las áreas marginales de los yacimientos de la empresa estatal. Este plan otorga a la empresa privada la libre disponibilidad del 80% del crudo obtenido y, en caso de que YPF la obligue a vendérselo por razones de abastecimiento, se compromete a pagar el precio internacional. Así, a cambio de la entrega a las empresas de reservas ya

Cuadro 6

## ARGENTINA. INDICADORES DE LA GANADERIA VACUNA

Período julio- junio	Existen- cias	Faena total	Tasa de extracción	Rendi- mientos (kg limpios por cabeza)	Proporción de vacas y vaquillo- nas en la faena ti- pificada	Consumo per cápita (kg/hab/año)	Precios del novillo en términos de:	
	(a) (millones de cabezas)		(b) (%)	(c)	(%) (d)	(e)	Precios indus- triales: (c)(f)	Precios del trigo (c)(g)
1980/81	55.8	14.4	25.8	203.0	31.9	86.7	0.478	4.86
1981/82	54.2	14.1	26.0	202.6	33.4	78.8	0.478	4.15
1982/83	52.7	11.5	21.8	211.6	33.1	64.0	0.599	5.67
1983/84	53.8	11.6	21.7	213.2	32.8	69.9	0.524	6.40
1984/85	54.6	13.2	24.0	203.9	34.4	77.0	0.390	5.90
1985/86	54.0	13.6	24.8	202.0	33.1	78.4	0.334	5.80
1986/87	52.5	13.3	25.3	210.0	34.0	77.5	0.540	8.57
1987/88	51.1	11.9	23.3	219.0	33.1	69.0	0.522	6.00
1988/89 (h)	51.0	.	.	.	.	.	.	.
1er.sem./87(h)(i)	.	6.6	.	211.0	34.1	75.0	0.568	9.30
2do.sem./87(h)(i)	.	5.8	.	220.0	33.4	68.0	0.593	6.50
1er.sem./88(h)(i)	.	6.1	.	217.0	32.9	69.0	0.451	5.50
2do.sem./88(h)(i)	.	5.7	.	223.0	30.3	67.0	0.473	5.10

FUENTE : Junta Nacional de Carnes, Secretaría de Estado de Agricultura , Ganadería y Pesca y Oficina de la CEPAL en Buenos Aires sobre la base de datos oficiales.

(a) Al 1ro. de julio.

(b) Faena del período como porcentaje de las existencias al 1ro. de julio.

(c) Promedio del período.

(d) Faena bajo control de la Junta Nacional de Carnes, que representa entre el 75% y el 80% de la faena comercial (registrada) total.

(e) Se refiere a la faena registrada, que difiere de la total por no incluir la estimación de faena en establecimientos agropecuarios (alrededor de 360000 cabezas al año).

(f) Australes de Junio de 1985. El precio del novillo es la cotización promedio en el mercado de Liniers.

(g) Kilogramos de trigo necesarios para adquirir un kilogramo de novillo vivo. El precio del trigo es la cotización promedio en la Bolsa de Cereales. El precio del novillo es la cotización promedio en el mercado de Liniers.

(h) Cifras preliminares y proyecciones.

(i) Las series son estacionales. Los valores presentados en el cuadro no están corregidos por estacionalidad.

Cuadro 7

## ARGENTINA. INDICADORES DE LA PRODUCCION MINERA

	1985	1986	1987	1988(a)	Tasas anuales de crecimiento			
					1985	1986	1987	1988(a)
					1. Producto bruto interno de la minería a costo de factores (australes a precios de 1970)	241.6	232.3	232.7
2. Producción de algunos minerales importantes								
Petróleo (millones de m <sup>3</sup> )	26.7	25.2	24.8	26.1	-4.2	-5.6	-1.3	5.2
Carbón comerciable (miles de toneladas)	400.2	364.9	374.0	511.3	-21.4	-8.8	2.5	36.7
Gas inyectado (millones de m <sup>3</sup> ) (b)	12646.5	13828.2	...	...	3.5	9.3	...	...
Gas disponible para la venta (millones de m <sup>3</sup> ) (b)	...	12119.0	12507.0	15602.0	...	...	3.2	24.7

FUENTE : Banco Central de la República Argentina y Secretaría de Energía.

(a) Cifras preliminares.

(b) Descontadas las importaciones.

comprobadas, YPF obtiene una parte del crudo (con el que debe pagar las regalías) y se logran inversiones que la empresa pública no se encuentra en condiciones de realizar.

Con estos planes se buscó, principalmente, iniciar un proceso de desregulación del sector y aumentar la inversión en las zonas de menor productividad; sin embargo, la caída en el precio internacional del petróleo hizo que disminuyera su atractivo para los inversores privados.

El hecho más importante en el año respecto al aprovechamiento del gas natural fue la finalización del gasoducto Loma de la Lata -Bahía Blanca- Buenos Aires, que transporta un caudal de 8 millones de m<sup>3</sup> por día, ampliable hasta una capacidad máxima de 26 millones.

Asociado con dicho aprovechamiento, el ENI de Italia había presentado un proyecto para la instalación de una planta separadora de gases en Bahía Blanca, que había sido incluida dentro de los tratados firmados con dicho país, pero esta propuesta fue finalmente rechazada. Las compañías que integran el polo petroquímico de Bahía Blanca, que usarían los gases de la planta separadora como insumos para su producción, propusieron a su vez otro proyecto con una inversión de 180 millones de dólares; el gas seco (una vez depurado de aquellos elementos que pueden ser utilizados como insumos para la industria petroquímica) se inyectaría en el gasoducto. Alternativamente, otro proyecto en estudio es el que propone instalar y operar plantas procesadoras de gas natural y construir una usina termoeléctrica en las proximidades del yacimiento, en la provincia del Neuquén.

### 2.3. La industria manufacturera

La recesión industrial que había comenzado a fines de 1986 se desarrolló con altibajos hasta los primeros meses de 1988. Las tendencias contractivas se agudizaron luego; como consecuencia, el producto manufacturero disminuyó alrededor de un 7% en el promedio del año (véase el Cuadro 8).

A lo largo de 1988 se observaron comportamientos bastante diferenciados entre sectores y cambiantes durante el período. En el primer trimestre, la actividad en su conjunto mostró un repunte, estimulada probablemente por el mayor volumen de exportaciones. Como había venido sucediendo en el año anterior, las actividades con mayor acceso a los mercados externos (no sólo las ramas tradicionales, sino también industrias como la siderurgia y algunas químicas) mantuvieron y, en ciertos casos, incluso aumentaron su producción, mientras los sectores más dependientes de las ventas locales enfrentaban una débil demanda.

La caída en las ventas internas se acentuó a mediados del año. Esto se habría originado en parte en el fuerte ritmo de devaluación y de aumentos de tarifas registrado hasta agosto, lo que elevó los costos de producción y tendió a reducir el poder de compra de los salarios. Pero también es probable que haya actuado el comportamiento de formación de precios de las empresas: en la opción de recuperar márgenes o tratar de sostener el volumen de ventas, es probable que muchas de ellas hayan elegido lo primero. De hecho, el aumento relativo de los precios industriales fue muy rápido hasta agosto.

A partir de ese mes parecen haberse modificado las condiciones de la demanda. La recuperación de los ingresos

Cuadro 8

## ARGENTINA. INDICADORES DE LA PRODUCCION MANUFACTURERA

	1985	1986	1987	1988(a)	Tasas anuales de crecimiento			
					1985	1986	1987	1988(a)
1. Producto bruto interno de la industria manufacturera a costo de factores (australes a precios de 1970)	2020.1	2280.2	2266.7	2113.6	-10.3	12.9	-0.6	-6.8
Alimentos	529.4	576.0	554.7	513.6	0.0	8.8	-3.7	-7.4
Textiles	174.4	212.7	196.3	188.0	-22.2	22.0	-7.7	-4.2
Madera	25.2	29.9	28.7	23.9	-14.3	18.7	-4.0	-16.7
Papel	110.5	115.9	110.6	103.0	-3.3	4.9	-4.6	-6.9
Químicos	364.8	398.2	388.8	388.2	-5.7	9.2	-2.4	-0.2
Minerales no metálicos	80.0	98.0	107.0	97.2	-22.3	22.5	9.2	-9.2
Industrias metálicas básicas	128.4	144.6	162.8	158.8	-6.7	12.6	12.6	-2.5
Maquinaria y equipo	468.0	547.6	561.4	495.1	-18.3	17.0	2.5	-11.8
Otras industrias	139.4	157.3	156.4	145.8	-10.3	12.9	-0.6	-6.8
2. Producción de algunas manufacturas importantes								
Arrabio (miles de tons.) (b)	2299	2558	2785	2727	28.3	11.3	8.9	-2.1
Acero crudo (miles de tons.)	2945	3243	3602	3621	11.1	10.1	11.1	0.5
Laminados terminados en caliente (miles de tons.) (c)	2057	2545	2900	2991	-15.7	23.7	13.9	3.1
Laminados planos en frío (miles de tons.) (d)	574	919	1002	978	-29.8	60.0	9.0	-2.4
Automotores (miles de unidades)	138	171	193	164	-17.7	23.8	13.4	-15.2
Tractores (unidades)	6377	8056	3153	6000	-48.2	26.3	-60.9	90.3

FUENTE : Banco Central de la República Argentina; Centro de Industriales Siderúrgicos; Asociación de Fábricas de Automotores y Asociación de Fábricas Argentinas de Tractores.

- (a) Cifras preliminares.  
 (b) Incluye hierro esponja.  
 (c) Incluye la producción destinada a la relaminación en frío.  
 (d) Cifras no sumables a la producción de laminados en caliente.

laborales, resultante de la caída de la tasa de inflación y del crecimiento de los salarios nominales por encima de las pautas de tarifas, tipo de cambio y precios industriales, habría influido sobre las ventas de bienes no durables. Sin embargo, los mercados de bienes durables y de capital no mostraron un cambio apreciable en su tendencia, tal vez como reflejo de las altas tasas de interés. En términos agregados, aunque algunos indicadores sugieren que en el cuarto trimestre la demanda dirigida a la industria habría tenido un cierto aumento, éste no se tradujo en una reversión de la tendencia de la producción sino que fue satisfecho mediante una absorción de inventarios.

Considerando el año en su conjunto, todas las ramas industriales experimentaron mermas en su actividad, aunque éstas fueron de variada intensidad. Las más significativas fueron las registradas en la producción de maquinaria y equipo, de productos minerales no metálicos, de productos de madera y muebles y alimentos, en tanto que las menos desfavorecidas fueron las industrias metálicas básicas y las químicas (véase nuevamente el Cuadro 8). Claramente, como se dijo más arriba, la principal diferencia entre ambos grupos de actividades está dada por su dispar acceso a los mercados externos y, consecuentemente, por su capacidad para sobrellevar el fuerte deterioro de la demanda interna.

La evolución de la industria manufacturera en los últimos años ha estado marcada, como la economía en su conjunto, por una gran inestabilidad. Sin embargo, se desarrolló una discusión bastante intensa sobre las políticas de más largo plazo dirigidas al sector. Entre los temas más destacados en este debate estuvieron los mecanismos de promoción regional y sectorial y el régimen de



comercio exterior para los bienes industriales. En 1988 se introdujeron reformas a los sistemas de promoción, a efectos de limitar el costo fiscal y hacer más clara la asignación de los incentivos. Si bien se mantuvieron diversos mecanismos de promoción de exportaciones manufactureras (tales como el régimen de admisión temporaria y los reintegros impositivos), en agosto se interrumpió la concesión de estímulos a través de los sistemas de programas especiales de exportación, para reducir su impacto presupuestario. Hacia fines del año, además, se decidió, luego de negociaciones con las cámaras empresarias, una reforma a los reglamentos sobre las importaciones, que implicó la eliminación de restricciones cuantitativas sobre el ingreso de numerosos artículos, y su reemplazo por aranceles explícitos, aunque manteniendo un régimen de consulta previa con las empresas del sector interesado en cada caso.

#### *2.4. La electricidad*

La producción de energía eléctrica se mantuvo, en promedio, en el mismo nivel que el año anterior. Sin embargo, ésta no fue suficiente para atender la demanda, por lo que, en algunos momentos críticos, fue necesario racionar el servicio realizando cortes rotativos.

Las reparaciones efectuadas a mediados de 1987 en la represa El Chocón, que obligaron a desembalsar toda el agua, junto con el bajo nivel de los ríos Limay y Uruguay provocado por la sequía, hicieron que la producción de energía hidroeléctrica se colocara por debajo de lo producido el año anterior.

Las dos centrales atómicas, Atucha I y Embalse, fueron durante el año retiradas de servicio para efectuar reparaciones y mantenimiento (la producción de energía eléctrica con este origen fue, en el primer semestre, inferior respecto del año anterior, para recuperarse en la segunda mitad del año). Las reparaciones que debían realizarse en la central de Atucha I resultaron complejas por lo que hacia fin de año se la quitó de operación. En vista de este panorama, se hizo necesario recurrir a la producción de energía mediante equipos térmicos a los que hubo que reacondicionar, pues la escasez de recursos había afectado a las tareas de mantenimiento de estos equipos; la participación de las turbinas de gas y de vapor en la producción total aumentó de un 41 a un 56%.

### **III. El Sector Externo**

#### **1. La evolución global y el financiamiento del déficit del balance de pagos**

En 1988 se produjo una notable recuperación en el saldo del balance de bienes, el que casi alcanzó los 3800 millones de dólares. Esta magnitud -sólo superada en la década presente por la registrada en 1985- significó un valor siete veces superior respecto del reducido saldo obtenido en 1987 (véase el Cuadro 9). Dicha mejoría tuvo su explicación en un notorio repunte de las exportaciones, las que alcanzaron la cifra de 9100 millones de dólares, influenciadas por el alza de los precios internacionales del sector agrícola debido a la sequía producida en los EEUU; las cantidades exportadas también se elevaron estimuladas por los mejores precios y condiciones climáticas más favorables. Por su parte, las importaciones cayeron respecto de 1987 para ubicarse alrededor de 5300 millones de dólares; no obstante, este nivel se situó significativamente por encima de los valores del cuatrienio 1983-86; la reducción siguió a un menor nivel de actividad y, fundamentalmente, se debió a una caída en las cantidades de bienes intermedios adquiridos en el exterior, ya que el valor de las compras de bienes de capital volvió a subir. El déficit en la cuenta de servicios reales se redujo nuevamente, para ubicarse en 220 millones de dólares. Por su parte, los servicios financieros elevaron

Cuadro 9

## ARGENTINA: BALANCE DE PAGOS

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
CUENTA CORRIENTE	-2358	-2461	-2392	-953	-2859	-4236	-1631
Saldo de mercancías	2287	3331	3522	4582	2128	542	3770
Exportaciones FOB	7624	7836	8107	8396	6852	6360	9100
Importaciones CIF	-5337	-4505	-4585	-3814	-4724	-5818	-5330
Saldo servicios reales	43	-400	-205	-231	-573	-285	-220
Saldo servicios financieros	-4719	-5408	-5712	-5304	-4416	-4485	-5181
Utilidades y dividendos	-316	-425	-439	-425	-482	-558	-659
Intereses pagados	-4926	-5423	-5537	-5132	-4291	-4145	-4728
Intereses recibidos	523	440	264	253	357	218	206
Transferencias	31	16	3	0	2	-8	0
CUENTA CAPITAL	1708	1131	2481	2796	2025	2626	3135
Inversión directa	257	183	269	919	574	-19	1147
Financiación importaciones y exportaciones	-2720	-411	501	-812	-540	-554	-538
F.M.I.	0	1178	0	1007	145	614	18
Otros organismos internacionales	114	113	123	182	394	733	282
Bonos	1583	492	387	-52	-38	102	-300
Atrasos	2540	682	940	-2445	-1174	39	2108
Otros préstamos financieros	-66	-1106	261	3997	2664	1711	418
BALANCE GLOBAL	-650	-1330	89	1843	-834	-1610	1504
Ajustes de valuación	-105	1246	-20	28	271	499	281
Activos de reserva (· indica aumento)	755	84	-69	-1871	563	1111	-1785

Fuente: Banco Central de la República Argentina.

su déficit a cerca de 5200 millones de dólares, impulsados por los intereses devengados por la deuda externa que crecieron en alrededor de 600 millones de dólares, revirtiendo las mejoras observadas durante 1986 y 1987. En suma, el desequilibrio de la cuenta corriente se redujo a aproximadamente 1600 millones de dólares que, de nuevo, es la cifra más baja de la década con excepción del año 1985. Este desequilibrio fue más que compensado por una mejoría en la cuenta capital basada en la inversión directa y la acumulación de atrasos en el pago de intereses de modo tal que las reservas aumentaron en alrededor de 1800 millones de dólares.

Por su parte, la deuda externa fue reestimada en 57000 millones de dólares (véase el Cuadro 10) atendiendo al aumento significativo que tuvieron los atrasos en los pagos por encima de la reducción operada a través del mecanismo de capitalización.

A pesar de que -como sugieren las cifras presentadas- se registró un superávit holgado en el balance comercial, la situación de pagos del país y, en especial, las negociaciones de financiamiento externo se deterioraron severamente respecto de 1987. La precariedad de la situación macroeconómica -que impidió cumplir las metas fiscales y monetarias acordadas en 1987 con el FMI- y la aparición de atrasos importantes en el servicio de la deuda, pueden haber afectado las negociaciones mencionadas. Sin embargo, resulta evidente que la difícil situación de pagos en que quedó la economía argentina luego del bajo saldo comercial registrado en 1987 no pudo ser revertida durante 1988, aun en condiciones comerciales más ventajosas.

Los últimos acuerdos importantes con el FMI y la banca acreedora, logrados hacia mediados de 1987, se fueron traduciendo

Cuadro 10

## ARGENTINA. INDICADORES DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

	1982	1983	1984	1985	1986	1987(a)	1988(a)
Millones de dólares							
Deuda externa total (b)	43634	45069	46903	49326	51422	54700	57000
Pública	28616	31709	36139	39868	44000	...	...
Privada	15018	13360	10764	8444	7400	...	...
Intereses brutos	4926	5423	5537	5132	4291	4145	4728
Coeficientes							
Deuda externa total / exportaciones de bienes	5.7	5.8	5.8	5.9	7.5	8.6	6.3
Intereses brutos / exportaciones de bienes	0.6	0.7	0.7	0.6	0.6	0.7	0.5

FUENTE: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos oficiales.

(a) Cifras estimadas.

(b) Efectivamente contraída. Las cifras incluyen endeudamiento externo en concepto de capital y atrasos.

luego en desembolsos parciales. En el primer caso, el FMI había otorgado dos créditos, uno por 670 millones de dólares compensatorio de la caída en las exportaciones y otro resultante de un acuerdo "stand-by" por alrededor de 1420 millones, el que se dividió en una primer cuota de 370 millones y cinco desembolsos bimestrales de 210 millones cada uno. Por su parte, la banca acreedora había otorgado un crédito para financiar parte de los intereses devengados por un valor de 1950 millones de dólares. Hacia fines de 1987 habían ingresado solo las dos primeras cuotas del préstamo contingente, el préstamo por caída de exportaciones y alrededor de 1200 millones correspondientes al acuerdo con la banca. Como este financiamiento (junto a otras fuentes) resultó insuficiente para afrontar los compromisos, se perdieron 1100 millones de dólares en concepto de reservas.

De este modo, el año 1988 se inició con una posición desfavorable en materia de reservas y frente a la renuencia del FMI y los acreedores a continuar con los desembolsos programados en virtud de no cumplirse las metas fiscales y monetarias acordadas. Los primeros meses del año estuvieron entonces destinados a destrabar este financiamiento, lo que obligó, en febrero, a modificar las cifras de ingresos y gastos contempladas en el presupuesto público de 1989. Hacia fines de febrero se concretó finalmente un acuerdo con el FMI sobre metas fiscales para el año en curso, y, un mes más tarde, ingresaron 540 millones (correspondientes a la mencionada tercera cuota del "stand-by" y un préstamo adicional por caída de exportaciones por valor aproximado de 320 millones). Esto facilitó entonces el ingreso de 550 millones de dólares que era la tercera cuota pendiente con la banca acreedora, la que estaba sujeta al desembolso anterior.

El segundo trimestre se inició con la búsqueda activa de nuevo financiamiento. En más de una oportunidad el gobierno insistió ante el FMI que el actual sistema de negociaciones se basaba en plazos demasiado cortos, de modo tal que se estaba introduciendo una elevada incertidumbre que afectaba el desempeño de la política económica; así, se discutió por algún momento la posibilidad de acceder al denominado "servicio ampliado" del FMI que involucraba acuerdos a tres años con metas de seguimiento semestral. Sin embargo, la desfavorable evolución macroeconómica impidió que se concretara un arreglo con la entidad para obtener el desembolso de los tramos pendientes del stand-by de 1987. Como contrapartida, se fueron acumulando atrasos en los pagos de intereses que llevaron, hacia fines de junio, a una virtual reclasificación del servicio de la deuda, la que luego fue postergada a lo largo del año.

La aparición de estos atrasos en momentos en que se empezaba a proyectar un elevado superávit en el balance comercial para el año en curso, prácticamente congeló cualquier avance en la negociación con los acreedores. Así, la importante liquidación de exportaciones y la consiguiente recuperación en las reservas iniciada en junio, pusieron al gobierno frente a la disyuntiva de elevar el nivel de reservas para poder sostener la política cambiaria o reducir los atrasos -ante la falta de intenciones de la banca para aportar fondos frescos-. La elección del primer camino implicó postergar la posibilidad de lograr un acuerdo rápido de refinanciamiento con los acreedores, situación que se mantuvo durante el resto del año.

En 1988 se logró poner en marcha un programa de capitalización de deuda externa que contuvo modificaciones



respecto de la posición original del gobierno argentino en los últimos años: en primer lugar, se realizó un cambio en los porcentajes de fondos frescos que debían acompañar a la deuda convertida; de la cláusula de "uno por uno" se pasó a 30% de fondos frescos y 70% de conversión de deuda (calculado este porcentaje sobre la parte del proyecto de origen local); además, se permitió utilizar el programa con el fin de que las entidades bancarias pudieran cancelar redescuentos dirigidos a empresas privadas; por último, se incorporó la operatoria de représtamos (on-lending) acordada con la banca en la renegociación de 1985. El valor total de la deuda convertida durante el año fue de 1450 millones de dólares.

En el tercer trimestre, ya puesto en marcha el programa de estabilización de agosto, se vislumbraron, por un momento, dificultades futuras derivadas de la falta de un acuerdo con el FMI y los bancos. Sin embargo, el anuncio efectuado a fines de septiembre de un acuerdo con el Banco Mundial por desembolsos cercanos a los 1300 millones de dólares, pareció despejar rápidamente esas dudas y convertirse en una solución transitoria para la situación de pagos del país. Dicho acuerdo comprendía dos préstamos: uno de alrededor de 700 millones de dólares para reformas estructurales en el sistema financiero y en el régimen de comercio exterior; y otro de más de 550 millones destinados a la construcción de viviendas y al sector energético (este último acompañado también por un préstamo del BID por 250 millones de dólares). Si bien la noticia sobre este acuerdo fue tomada como un signo de apoyo externo al plan económico vigente, debe tenerse en cuenta que el objetivo de los préstamos concedidos era el financiamiento de reformas estructurales, más que la atención de

problemas de pagos de corto plazo, y que de todos modos su desembolso no sería automático, sino sujeto al cumplimiento de metas dentro de un programa de apertura del comercio exterior y de reforma del sistema financiero.

Hacia fines de año, las negociaciones con el FMI y la banca continuaban estancadas y se agregaban desfavorables condicionantes políticos como el cambio de la administración en los EEUU y la proximidad de las elecciones generales en la Argentina; los atrasos acumulados alcanzaban los 2100 millones de dólares. Todo ello hacía más difícil la obtención de un acuerdo rápido y, de este modo, agregaba un elemento de inestabilidad potencial en el desempeño futuro de la política económica.

## **2. La política cambiaria**

Tradicionalmente, la política cambiaria en la Argentina se manejó en la disyuntiva entre atender los requerimientos de la restricción externa, por un lado, y el objetivo antiinflacionario, por otro. Esta tensión volvió a observarse en 1988. Pero, además, en los últimos años se ha hecho más intenso el debate sobre las características que debería tener el régimen cambiario, en cuanto al grado de dispersión de los tipos de cambio y al tipo de intervención que le correspondería hacer al Banco Central. Desde el punto de vista de las decisiones al respecto, en octubre de 1987 se estableció un doble mercado oficial de cambios, con un tipo comercial regulado por el Banco Central y un tipo financiero flotante. Si bien esta medida no tuvo en su momento un gran efecto sobre los precios y las cantidades de las transacciones

efectivamente realizadas (dado que ya operaba un activo mercado paralelo de divisas), ella implicó una modificación significativa del sistema vigente hasta entonces. En agosto de 1988 se estableció una vinculación explícita entre los precios de las operaciones financieras y aquéllos de un número importante de transacciones comerciales, como parte del programa anunciado en ese momento. Al mismo tiempo, se anunció una regla de intervención del Banco Central en el mercado libre de cambios. La pregunta de cómo funcionaría este nuevo esquema cambiario y cuán estable resultaría marcó la evolución económica en la última parte del año.

Hasta agosto, la política cambiaria siguió basada en devaluaciones periódicas en el mercado oficial. Una vez terminado el congelamiento de finales de 1987 (que, por su corta duración no alcanzó a implicar una caída importante del tipo real de cambio), la aceleración de los precios y la difícil situación de pagos externos llevaron a un rápido aumento en el ritmo de devaluación. En los primeros siete meses, el tipo de cambio oficial creció alrededor de un 170%, a una velocidad similar a la del IPC, aunque inferior a la variación de los precios mayoristas. De todos modos, la competitividad de las exportaciones probablemente aumentó en ese período: el precio del dólar subió en relación a los salarios industriales y la recuperación de las cotizaciones internacionales de los granos hizo que se incrementaran los precios reales de las exportaciones primarias.

Así como la caída en los términos del intercambio había llevado a la reducción (y, para muchos productos, a la completa eliminación) de los derechos de exportación, el alza que ocurrió a mediados de 1988 abrió una oportunidad para recuperar ingresos fiscales. En esta ocasión, sin embargo, no se establecieron

Cuadro 11

## ARGENTINA. EVOLUCION DEL TIPO DE CAMBIO Y DE LOS PRECIOS DEL INTERCAMBIO

Periodo	Tipos de cambio			Indice de precios del intercambio comercial		Precios relativos (c)	
	Nominal (A por mil dólares) (a)(b)(c)	Real		(en dólares)(c)(d)		De bienes exportados (e)	De bienes importados (f)
		(T. de cambio * IPC (EEUU) /IPC (Domés- tico)	(T. de cambio * IPC (EEUU) /IPM(Domés- tico)	Exporta- ciones	Importa- ciones		
1982	2.2	81.2	88.6	110.5	107.3	99.8	97.6
1983	10.6	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1984	67.8	90.3	98.9	104.9	97.6	98.2	91.5
1985	603.0	105.6	119.4	94.8	101.2	100.4	107.2
1986	944.2	90.7	117.4	83.6	105.1	88.5	111.2
1987	2141.8	90.5	123.5	81.8	117.6	88.1	126.0
I	1405.7	88.2	122.0	84.1	108.1	90.4	116.3
II	1612.7	87.5	122.8	80.1	118.5	86.3	127.7
III	2155.3	88.7	123.5	83.2	123.1	89.7	132.3
IV	3393.5	125.7	125.7	80.2	119.4	85.9	127.6
1988	9406.5	96.3	113.9	...	...	...	...
I	4383.0	98.0	123.4	94.1	120.0 (g)	85.9	125.3 (g)
II	6843.2	99.6	116.6	97.6	120.5 (g)	88.2	115.9 (g)
III	12090.9	99.1	109.6	98.8	121.1 (g)	91.4	114.8 (g)
IV	14309.0	88.7	106.2	...	...	...	...

FUENTE : Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos oficiales.

- (a) No se incluyen ajustes por impuestos, recargos, reembolsos u otros incentivos fiscales o financieros.
- (b) Durante los períodos con doble mercado oficial de cambios (junio-diciembre de 1981, julio-noviembre de 1982 y desde el 15 de octubre de 1987) se trata del tipo de cambio comercial. A partir de agosto de 1988, las cifras del cuadro se refieren a un tipo de cambio medio para el comercio exterior, obtenido como promedio simple de la tasa que rige para importaciones y un tipo de cambio para exportaciones, el que a su vez surge de un promedio ponderado (sobre la base de la estructura de las exportaciones de 1987) de la tasa empleada en la liquidación de las exportaciones primarias y la que rige para las demás exportaciones.
- (c) Los valores anuales son promedios simples de valores trimestrales.
- (d) Índices de precios base 1983=100 de precios implícitos en dólares de exportaciones e importaciones (con ponderaciones de 1970).
- (e) Índices de precios base 1983=100 definidos como: tipo de cambio nominal para exportaciones\* Índice de precios en dólares / Índice de precios mayoristas de bienes nacionales no agropecuarios.
- (f) Índices de precios base 1983=100 definidos como: tipo de cambio nominal para importaciones\* Índice de precios en dólares / Índice de precios mayoristas de bienes nacionales no agropecuarios.
- (g) Cifras estimadas.

retenciones explícitas, sino que se utilizó un mecanismo cambiario para que el Banco Central captara una ganancia equivalente a esos impuestos.

El régimen cambiario establecido a principios de agosto determinó el traslado de las importaciones al mercado libre, mientras que las exportaciones primarias permanecerían en el mercado oficial y las exportaciones de productos industriales se liquidarían a una mezcla (por partes iguales) de los tipos de cambio en ambos mercados. El tipo de cambio oficial seguiría siendo fijado por el Banco Central; el precio de las divisas en el mercado libre se determinaría por una flotación regulada. La regla de intervención en el mercado libre que se anunció al definir el nuevo régimen era que el Banco Central (que era el único comprador en el mercado oficial y, por lo tanto, adquiriría las divisas provenientes de las exportaciones tradicionales) realizaría ofertas de cambio a través de licitaciones, a menos que la brecha entre los precios en los dos mercados fuera inferior a un valor mínimo, que se fijó inicialmente en un 20%. Es decir, si la brecha era reducida, el Banco Central acumularía como reservas sus compras en el mercado oficial; en caso contrario, se alimentaría al mercado libre. Si bien no hubo una declaración explícita de que el Banco Central mantendría un diferencial fijo entre ambos tipos de cambio, parecía quedar implícito que se buscaría mantener la brecha en un valor cercano al del punto de intervención.

El principal propósito al definir este sistema era generar una ganancia cambiaria para el Banco Central, que compraría divisas a un precio más bajo que el de sus potenciales ventas. Desde el punto de vista de las cuentas consolidadas del Banco Central y el gobierno, el esquema funcionaba de manera similar a la aplicación

de derechos a la exportación. Sin embargo, la tasa del impuesto implícito no quedaba fija, sino que dependería de la evolución del mercado de cambio libre. Por otro lado, una novedad significativa del régimen cambiario era la flotación, al menos parcial, del precio de las divisas para las importaciones y para el 50% del valor de las exportaciones industriales. Esto establecía un nexo directo entre el comportamiento de los flujos de capital y la formación de precios internos, más allá del efecto que anteriormente puede haber existido a través de las expectativas o de prácticas de sobre o subdeclaración de operaciones comerciales. De ahí que el mantenimiento de una baja tasa de crecimiento del tipo de cambio en el mercado financiero fuera aún más crucial que de costumbre para el ensayo de desinflación que se estaba encarando.

En lo inmediato, la reforma cambiaria implicó una fuerte devaluación para las importaciones y (dado el valor que se definió para el tipo de cambio oficial, el que se mantendría fijo por dos meses) un aumento inicial grande, aunque de menor magnitud, en el precio de las divisas de exportación. De hecho, considerando un tipo de cambio promedio para el comercio exterior en relación al IPC, el valor real alcanzado en agosto fue el más alto del año, y netamente superior al de fines de 1987.

Sin embargo, en los meses siguientes el ritmo de devaluación fue marcadamente más lento. Luego del período inicial de congelamiento, la variación del tipo de cambio comercial se ajustó a pautas que fueron inferiores al aumento de los precios internos. Ante la perspectiva de que, en lo inmediato, la brecha cambiaria no subiría por encima del nivel de intervención y dado que el ajuste hacia abajo de la tasa de interés fue solo parcial, se generó un exceso de oferta de divisas en el mercado libre. Así, la dispersión

de los tipos de cambio se mantuvo baja, sin que el Banco Central debiera extremar la regulación. En realidad, hasta fines de 1988 hubo un incremento en las reservas. De todos modos, el comportamiento del mercado financiero de cambios mostró algunos vaivenes. En noviembre, en particular, se observó un aumento de la demanda de divisas, que provocó como reacción un endurecimiento de la política monetaria.

Si bien la volatilidad de los movimientos financieros no había planteado hasta fines de año un peligro inmediato para el esquema cambiario, éste era frágil. El saldo del balance comercial se había incrementado a partir del aumento de los volúmenes exportados y de la mejora en los precios internacionales. Sin embargo, parecía probable que la sequía en las zonas agrícolas reduciría la cosecha y, así, el futuro volumen de exportación. Por otro lado, parte de la oferta de divisas en los últimos meses de 1988 se había originado en ventas anticipadas de cambio por exportaciones a realizar; esto podía afectar el flujo de caja en el año siguiente. Además, el tipo de cambio se había venido rezagando con respecto a los precios: en diciembre, el precio real promedio de las divisas para las operaciones comerciales era inferior al de doce meses atrás y, en el caso de las exportaciones, se había descontado prácticamente el efecto sobre su poder adquisitivo del alza en los precios externos. Al margen de este hecho, existía la sensación en el público de que se estaba produciendo un atraso cambiario, lo que podía preanunciar una tendencia a adelantar compras.

En el mercado financiero, la expectativa que parecía predominar era que, en el muy corto plazo, las tasas de interés elevadas frenarían la demanda de divisas. Pero el hecho mismo de que los rendimientos en dólares de las colocaciones financieras

fuera muy alto hacía que la masa de fondos capaces de presionar sobre las reservas fuera creciente, y limitaba el margen de maniobra de la política monetaria. Al mismo tiempo, al haber un importante volumen de atrasos en los servicios de la deuda, las reacciones del mercado y las posibilidades de intervención del Banco Central podían llegar a depender en forma importante de la actitud de los acreedores, que no se mostraban dispuestos a extender nuevo financiamiento. Por último, la incertidumbre asociada con las elecciones de mayo de 1989 podía llevar a un aumento de las tenencias precautorias de divisas: la expectativa de que esto sucedería parecía potencialmente capaz de crear una corriente anticipada de demanda.

Ante la perspectiva de que se produjera un corrimiento en las decisiones de cartera hacia los activos externos, la política económica no contaba con muchas opciones. Una elevación ulterior de la tasa de interés sería costosa, y podía no resultar suficiente. Aunque las reservas habían aumentado, la masa de fondos lista para ser convertida en divisas era probablemente muy grande. Y, dada la configuración del sistema cambiario, un alza en el tipo de cambio libre repercutiría casi de inmediato en los costos de muchas actividades y, por lo tanto, en los precios internos.

Los dilemas que estaban latentes a fines de 1988 reflejaban un problema más o menos general en encontrar un régimen cambiario adecuado en economías inestables como la de Argentina. Ciertamente, la existencia de controles de cambio o de mercados separados para las operaciones comerciales y financieras puede implicar un subsidio implícito a ciertas formas de salida de capitales (a través de sobre o subdeclaración de transacciones comerciales); el mantenimiento de brechas grandes entre un tipo de cambio



regulado y uno de libre flotación, además, es una señal que no puede ignorarse sin riesgos. Pero, en cambio, hacer que todas las operaciones concurren al mismo mercado de divisas hace que, de un modo u otro, la cuenta corriente del balance de pagos o las reservas del Banco Central deban ajustarse automáticamente para acomodar los movimientos provenientes de decisiones financieras. Es decir, en el caso de que haya una tendencia a la salida de capitales, por ejemplo, o bien el Banco Central debería alimentar esa salida con sus activos externos, o bien los precios relativos domésticos deberían variar de tal modo de inducir un aumento en el saldo comercial. Cuando es probable que los movimientos de capital sean potencialmente volátiles, la ausencia de fricciones en la transmisión a los mercados reales de las decisiones sobre tenencias de activos puede introducir un elemento adicional de inestabilidad en las cantidades y los precios internos. El régimen introducido en agosto de 1988 constituía un caso intermedio entre un sistema de mercado único y uno de tipo dual cuya administración podía verse complicada por el estado de incertidumbre prevaleciente.

### **3. El sector externo**

#### **3.1. Las exportaciones**

El valor de las ventas al exterior experimentó un significativo aumento durante 1988, superando en más del 43% al registrado durante el año anterior (véase el Cuadro 13). Tal resultado se logró a partir de un incremento muy similar en precios y cantidades exportadas (véase el Cuadro 12); impulsado por la actividad

agrícola, que recibió el abrupto impacto del alza de los precios internacionales ocasionado por la sequía en EEUU. Así, las exportaciones agrícolas aumentaron en valor el 84.3% durante 1988. Por otra parte, el valor de los productos de origen pecuario se mantuvo en los niveles de 1987 mientras que los productos de la pesca y los industriales no tradicionales evolucionaron favorablemente.

Las exportaciones de cereales aumentaron en todos los productos: el trigo, maíz y sorgo granífero incrementaron su valor en un 19.7%, 53.4% y 58%, respectivamente, mientras que sus precios lo hicieron en un 35.6%, 44.6% y 10%. Las ventas de trigo tuvieron como principales destinos el Brasil (con más de 1.400.000 toneladas, en el marco del convenio bilateral suscrito con dicho país), Irán (con 1.000.000 de toneladas) y, con cantidades menores, se ubicaron países latinoamericanos como Perú, Venezuela y Colombia; maíz y sorgo granífero se comercializaron con Japón en el orden de las 250.000 toneladas. Cabe aclarar que estos valores fueron muy buenos con respecto a los considerablemente deprimidos de 1987 (mínimo absoluto en la década del ochenta). En consecuencia, los precios que venían en alza desde mediados del citado año, elevaron abruptamente el valor de los saldos exportables.

Las oleaginosas más que duplicaron, en promedio, sus ventas al exterior durante 1988. La soja tuvo un crecimiento espectacular; sus valores y precios aumentaron 158% y 71.7%, respectivamente, mientras que el volumen embarcado superó en un 50.6% al de 1987 (véase el Cuadro 14). El comportamiento de los aceites fue también notable; en conjunto, incrementaron su comercialización un 113.8%, destacándose los aceites de girasol y soja. Por otra parte, los

Cuadro 12

## ARGENTINA. INDICADORES DEL COMERCIO EXTERIOR

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988(a)
Tasas anuales de crecimiento							
Exportaciones de bienes							
Valor	-16.6	2.8	3.5	3.6	-18.4	-7.2	43.1
Volumen	0.4	14.0	-2.1	16.1	-7.8	-3.3	18.7
Valor unitario	-17.0	-9.9	5.7	-10.8	-11.5	-4.0	20.5
Importaciones de bienes							
Valor	-43.4	-15.6	1.8	-16.8	23.9	23.2	-8.4
Volumen	-42.4	-9.3	4.2	-19.7	19.3	10.2	-10.2
Valor unitario	-1.7	-6.9	-2.4	3.6	4.1	11.7	2.0
Indices (1980=100)							
Poder de compra de las exportaciones de bienes	99.7	110.1	115.6	116.3	91.4	75.9	106.5
Quantum de las exportaciones de bienes	111.3	126.9	124.2	144.2	133.1	128.6	152.6
Relación de precios del intercambio de bienes	89.4	86.6	93.7	80.7	68.5	58.9	69.6

FUENTE: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos oficiales.

(a) Cifras preliminares.

Cuadro 13

## ARGENTINA. VALOR Y COMPOSICION DE LAS EXPORTACIONES DE BIENES (FOB)

	Millones de dólares				Composición porcentual			Tasas anuales de crecimiento			
	1985	1986	1987	1988(a)	1970	1980	1988(a)	1985	1986	1987	1988(a)
Total	8396	6852	6360	9100	100.0	100.0	100.0	3.6	-18.4	-7.2	43.1
Productos de origen agropecuario	6078	5044	4399	6960	72.4	73.4	76.5	-6.1	-17.0	-12.8	58.2
Productos pecuarios	946	1067	1231	1255	11.3	21.8	13.8	-5.4	12.8	15.4	1.9
Carnes	387	466	602	560	4.6	12.1	6.2	-4.7	20.4	29.2	-7.0
Lanas, pelos y crines	196	179	190	230	2.3	3.5	2.5	-9.3	-8.7	6.1	21.1
Cueros y pieles	289	341	358	365	3.4	4.5	4.0	-5.2	18.0	5.0	2.0
Otros productos pecuarios	74	81	81	100	0.9	1.7	1.1	1.4	9.5	0.0	23.5
Productos agrícolas	4985	3762	2908	5360	59.4	49.8	58.9	-6.2	-24.5	-22.7	84.3
Cereales	2322	1295	776	1200	27.7	21.7	13.2	-0.2	-44.2	-40.1	54.6
Oleaginosos y aceites	2000	1886	1630	3500	23.8	16.6	38.5	-16.1	-5.7	-13.6	114.7
Otros productos agrícolas	663	581	502	660	7.9	11.5	7.3	10.0	-12.4	-13.6	31.5
Pesca	147	215	260	345	1.8	1.8	3.8	-7.0	46.3	20.9	32.7
Prod. industriales no tradicionales	2318	1808	1961	2140	27.6	26.6	23.5	41.7	-22.0	8.5	9.1
Combustibles	635	164	97	180	7.6	3.5	2.0	83.0	-74.2	-40.9	85.6
Otros prod. indust. no tradic.	1683	1644	1864	1960	20.0	23.1	21.5	30.6	-2.3	13.4	5.2

FUENTE: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos, la Junta Nacional de Carnes y otras fuentes.

(a) Cifras preliminares.

subproductos oleaginosos aumentaron un 94.5% en valor; su producto más representativo (pellet soja) siguió la evolución alcista del mercado con valor exportado y precios que crecieron 107.3% y 61.4%, respectivamente, mientras que las cantidades vendidas lo hicieron en un 28.5%. La creciente demanda de productos oleaginosos en el mercado mundial, sobre todo proveniente de países socialistas ha venido fortaleciendo los precios desde fines de 1987.

Por último, dentro de la actividad agrícola, las exportaciones de los productos provenientes de economías regionales crecieron, en valor, un 31.5% (véase nuevamente el Cuadro 13).

En resumen, las exportaciones agrícolas se expandieron como consecuencia del "efecto-sequía" en los cereales; causas bien determinadas en los oleaginosos precipitaron los precios a niveles muy altos. Fuera de esta contingencia, el perfil exportador granario aparece, como en el año anterior, condicionado por la política de subsidios de la CEE y los acuerdos entre los EEUU y la URSS, así como por la evolución de acuerdos regionales con el Brasil y otros países limítrofes.

Los productos de origen pecuario se mantuvieron en los mismos niveles del año anterior, con un ligero aumento de sus precios e idéntica caída del volumen embarcado. El valor de las carnes disminuyó un 7.3%, producto de la caída de precios en los mercados internacionales; sin embargo, las ventas al exterior aumentaron ligeramente, tanto en los productos con mayor valor agregado como en las carnes enfriadas y congeladas. Los principales destinos fueron EEUU y la CEE para los primeros y la CEE, Israel y Egipto, entre otros, para las segundas. Los precios promedio FOB-en dólares de las carnes se mostraron volátiles

Cuadro 14

## ARGENTINA PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACION DE ORIGEN AGROPECUARIO

	Miles de toneladas				: Tasas anuales de crecimiento		
	1985	1986	1987	1988(a)	1986	1987	1988(a)
Carnes cocidas y congeladas	23.9	23.5	28.4	26.9	-1.7	20.9	-5.3
Corned beef	39.3	38.9	50.6	59.9	-1.0	30.1	18.4
Lana sucia (b)	35.4	37.0	32.0	26.7	4.5	-13.5	-16.6
Lana lavada y carbonizada (b)	49.2	55.6	50.0	76.9	13.0	-10.1	53.8
Trigo	9583	4120	4192	3700	-57.0	1.8	-11.7
Maíz	7069	7395	3987	4230	4.6	-46.1	6.1
Sorgo	3273	1959	1003	1440	-40.1	-48.8	43.6
Soja	2964	2586	1394	2100	-12.8	-46.1	50.6
Aceite de girasol	863	998	664	775	15.6	-33.5	16.7
Aceite de soja	551	692	736	900	25.5	6.4	22.3
Subproductos de girasol	1185	1400	922	1200	18.1	-34.1	30.2
Subproductos de soja	2543	3404	3659	4700	33.9	7.5	28.5
Azúcar	148	104	102	110	-29.5	-2.2	7.8

FUENTE: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos de la SAGyP, el BCRA, la JNC y la Federación Lanera.

(a) Cifras estimadas.

(b) Miles de toneladas base sucia.

durante 1988, pero en un escalón inferior a 1987, con una tendencia alcista no del todo definida para 1989.

El comercio de lanas aumentó en forma significativa a partir de una mejoría en los precios ya que los embarques hacia el exterior disminuyeron. El aumento de precios fue difundido en todas las categorías; así, la lana sucia, aumentó un 34.7%, la lavada y carbonizada lo hicieron en un 32.8%, y la cardada y peinada en un 14.8%. Al contrario, las salidas al exterior disminuyeron con la excepción de las ventas de lana lavada y carbonizada; en el agregado, el índice de quantum de lanas disminuyó el 9.2%.

La actividad exportadora pesquera mostró un sostenido crecimiento desde 1985. Las ventas de 1988 superaron en un 33% a las de 1987 y más que duplicaron las de 1985 (véase nuevamente el Cuadro 13). Las principales especies exportadas fueron los filetes congelados de merluza y los calamares, siendo los destinos más importantes España, EEUU, Brasil, Italia y Alemania Federal.

Las exportaciones de productos industriales no tradicionales volvieron a aumentar durante 1988 observándose un mayor dinamismo en las materias plásticas artificiales, el caucho y sus manufacturas, los metales y sus manufacturas, los productos químicos, el papel, los textiles y confecciones, y el material de transporte.

La política comercial de exportaciones ofreció distintos matices a lo largo del año; los PEEX (permisos especiales para exportación), por los cuales fue canalizada buena parte de los contratos con el exterior, fueron suspendidos hacia octubre en el marco del Plan Primavera. Por otra parte, se formalizaron nuevos acuerdos bilaterales y, a los ya puestos en marcha (como con Brasil), se sumaron aquellos con Italia y España; además, se

firmaron contratos con China para el período 1989-1991, cuyo propósito es comercializar desde Argentina caños de acero para petróleo por más de 350.000.000 de dólares, con el adicional de 120.000 toneladas de azúcar y algunas cantidades menores de granos; como contrapartida, se importaría carbón.

A su vez, se firmaron acuerdos con Chile por la venta de gas natural inyectado por el Gasoducto Centro-Oeste.

### *3.2. Las importaciones*

El valor de las importaciones se contrajo en un 8.4% durante 1988, como consecuencia de una caída en las compras del 10%; en cambio, los precios crecieron ligeramente (véase el Cuadro 12).

La contracción alcanzó a los principales grupos de productos, con excepción de los bienes de capital cuyos valores aumentaron en casi un 10%. Las compras de combustibles y lubricantes disminuyeron en valor poco menos del 25%, en consonancia con el mayor dinamismo de actividad petrolera interna. Asimismo, las salidas por importaciones de bienes intermedios y de consumo se redujeron en un 8.6% y un 25.9%, respectivamente (véase el Cuadro 15).

Dentro del grupo combustibles, se dejaron de importar motonaftas y diesel oil; asimismo, fueron importantes las caídas de kerosene, gas oil y fuel oil. Con respecto a la importación de gas natural boliviano, si bien el volumen se incrementó más del 5%, las erogaciones se redujeron en casi un 27%.

El aumento del tipo de cambio efectivo real en la primera parte del año y la caída de la actividad económica en la segunda, influyeron en la disminución de las compras de bienes intermedios;



Cuadro 15

## ARGENTINA. VALOR Y COMPOSICION DE LAS IMPORTACIONES DE BIENES (CIF)

	Millones de dólares corrientes				Composición porcentual			Tasas anuales de crecimiento			
	1985	1986	1987	1988(a)	1970	1980	1988(a)	1985	1986	1987	1988(a)
Total	3814	4724	5818	5330	100.0	100.0	100.0	-16.8	23.9	23.2	-8.4
Bienes de capital	648	614	973	1066	21.5	22.7	20.0	0.8	-5.2	58.5	9.6
Combustibles y lubricantes	460	423	665	500	4.8	11.1	9.4	-6.1	-8.0	57.2	-24.8
Bienes intermedios	2508	3400	3863	3529	68.9	48.6	66.2	-21.7	35.6	13.6	-8.6
Productos de las industrias químicas, plásticos y caucho	893	1158	1236	...	15.3	12.9	...	-23.7	29.7	6.7	...
Papel y pasta de papel	69	117	137	...	5.9	2.9	...	-18.8	69.6	17.1	...
Metales y manufacturas, material eléctrico y partes, repuestos para maquinarias y transportes	1149	1430	1847	...	32.6	21.9	...	-17.5	24.5	29.2	...
Otros bienes intermedios	397	695	643	...	15.1	10.9	...	-28.3	75.1	-7.5	...
Bienes de consumo	198	287	317	235	4.8	17.6	4.4	-20.8	44.9	10.5	-25.9

FUENTE: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del Banco Central de la República Argentina.

(a) Cifras preliminares.

la retracción fue difundida en todos los artículos, con excepción de los productos químicos y los siderúrgicos que aumentaron en valor un 7% y un 19%, respectivamente. En cambio, fue marcada la caída en alimentos, productos plásticos, pieles, papel, maderas, textiles, calzados y productos minerales.

El gobierno avanzó gradualmente hacia la apertura de la economía; en los primeros meses del año, se formularon los lineamientos para desregular las industrias siderúrgicas y petroquímicas. Hacia setiembre se anunció la intención de flexibilizar la importación de un amplio listado de artículos (el anexo II), en su mayoría con altos niveles de arancelamiento (alrededor del 50%), y su importación podría producirse previa autorización del gobierno. En su reemplazo se implementó una nueva base de tributación, con un máximo de gravamen del 10% para los insumos no producidos en el país, y un máximo del 40% para los productos terminados; además, el ingreso de los productos al país, se produciría automáticamente. La flexibilización fue resistida; en consecuencia, aunque el nivel de los aranceles se redujo (oscilando entre el 20% y el 40%) la admisión automática fue descartada y se adoptó un régimen de consulta previa, básicamente para productos textiles, caucho, manufacturas de cuero, madera y sus manufacturas, farmoquímicos y automóviles.

## **IV. Los precios, los salarios y el empleo**

### **1. Los precios**

La tasa de inflación se aceleró nuevamente en 1988: la variación acumulada del IPC fue de casi un 400% (véase el Cuadro 16), con un promedio mensual del 14%. De modo similar a lo que había sucedido durante el año anterior, se observaron fuertes oscilaciones en la velocidad de las alzas de precios. En los meses de julio y agosto, el aumento del IPC superó el 25% mensual, mientras que en noviembre se registró un mínimo del 5.7%.

En el período reciente, la administración de los precios fijados por el sector público o sujetos a regulación estuvo influida por dos objetivos, cuya prioridad fue cambiando en el tiempo: en algunos momentos se buscó adelantar el tipo de cambio y las tarifas y aflojar los controles sobre los precios industriales, mientras que en otros estas variables se emplearon como instrumentos para "anclar" la tasa de inflación a corto plazo. Esto, combinado con las intensas presiones inflacionarias de origen fiscal y monetario, dió lugar a fluctuaciones de gran amplitud en la velocidad de los movimientos de precios.

El breve congelamiento decidido en octubre de 1987 tuvo efectos limitados en contener la tendencia ascendente de la inflación. Hacia fines de ese año, el saldo de la balanza comercial se había reducido fuertemente y se registraba un elevado déficit

Cuadro 16

## ARGENTINA. EVOLUCION DE LOS PRECIOS INTERNOS

	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Variación de diciembre a diciembre							
Indice de precios al consumidor	209.7	433.7	688.0	385.4	81.9	174.8	387.7
Alimentos	218.4	415.2	713.2	366.9	86.0	169.7	406.3
Indumentaria	289.4	486.7	749.4	283.3	70.4	161.2	364.2
Vivienda, combustible y electricidad	181.2	512.1	526.1	420.8	72.7	183.6	357.0
Indice de precios al por mayor	320.7	427.0	585.0	363.9	57.9	181.8	431.6
Productos importados	566.6	323.4	551.7	405.7	53.5	215.8	412.8
Productos nacionales	301.5	440.3	588.3	360.0	58.4	178.4	433.7
Agropecuarios	319.7	402.2	601.0	336.4	74.4	153.5	455.3
Manufacturados	298.5	447.1	586.2	363.9	55.8	182.8	430.3
Variación media anual							
Indice de precios al consumidor	164.8	343.8	626.7	672.2	90.1	131.3	343.0
Alimentos	178.4	339.0	638.9	624.1	98.1	132.8	338.0
Indumentaria	188.3	411.3	726.7	486.3	88.2	107.9	323.9
Vivienda, combustible y electricidad	133.8	366.2	525.6	768.5	69.0	128.8	359.5
Indice de precios al por mayor	258.7	374.2	551.1	666.1	63.9	122.9	412.5
Productos importados	442.3	312.3	498.3	759.7	60.2	130.7	438.8
Productos nacionales	244.8	381.5	556.4	657.4	64.2	122.1	409.7
Agropecuarios	285.2	404.2	534.6	489.3	111.5	116.2	378.4
Manufacturados	238.5	377.5	560.5	687.7	57.9	123.1	415.2

FUENTE: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos.

fiscal; por otra parte, se habían establecido nuevos impuestos sobre algunos bienes provistos por las empresas públicas, a efectos de financiar un incremento en las jubilaciones. De ahí que, en la primera parte de 1988, se acelerara el ritmo de devaluación y de aumento de tarifas. En los ocho meses iniciales, el tipo de cambio creció más rápidamente que el IPC (aunque menos que los precios mayoristas), mientras que las tarifas se adelantaron significativamente (véase el Cuadro 17). Sin embargo, la característica más saliente del período fue la marcada recuperación de los precios reales de los bienes industriales. Esto obedeció probablemente a una decisión por parte de las empresas de recomponer fuertemente sus márgenes, ante el relajamiento de los controles, que llegó a una liberación casi completa en el mes de abril. A los movimientos de precios relativos inducidos por factores internos, por otro lado, se agregó hacia mediados del año un alza importante de los precios de los bienes pampeanos, a raíz del aumento de las cotizaciones internacionales.

Estos cambios se produjeron en medio de una rápida aceleración inflacionaria. La salida del congelamiento, en enero de 1988 ya había implicado un salto en la tasa de variación del IPC a un 9%, contra 3.5% en el mes anterior. La tendencia ascendente se mantuvo luego con intensidad, hasta alcanzar un máximo del 27.5% en agosto. Dado el estado de las expectativas, que se reflejó en particular en una fuerte caída de la demanda de dinero, parecía existir el riesgo de que se definiera un nuevo escalón inflacionario, a tasas extremadamente altas. Ante esta perspectiva, a principios de agosto se anunció un programa de desinflación.

Al margen de las reformas en el régimen cambiario y de los anuncios en materia fiscal, ese programa consistió en la fijación de

Cuadro 17

## ARGENTINA. EVOLUCION DE LAS PRINCIPALES VARIABLES NOMINALES (a)

Periodo	Indice de precios mayoristas				Indice de precios al consumidor	Salarios industriales (b)	Tarifas de servicios públicos (c)	Tipo de cambio Comercio Exterior (g)	M1 (desestimado) (d)	M2 (d)
	Total	Agropecuario	Nacional no agropecuario	Productos importados						
1985	13.6	13.1	13.6	14.5	14.1	11.8	14.1	14.3	17.8	15.5
1986	3.9	4.7	3.8	3.6	5.1	5.0	3.9	3.5	5.2	6.4
I	0.7	0.9	0.6	1.5	3.1	2.5	0.1	0.0	5.8	6.0
II	3.4	5.9	3.1	2.4	4.4	5.6	4.8	2.9	4.6	5.5
III	7.1	12.5	6.2	6.2	7.6	5.8	5.7	6.3	4.4	5.4
IV	4.4	0.2	5.2	4.5	5.4	6.0	4.9	4.9	6.2	9.0
1987	9.0	8.1	9.0	10.1	8.8	8.2	8.6	9.3	7.0	8.2
I	6.7	7.5	6.5	6.8	7.4	4.5	6.8	8.3	7.2	6.4
II	4.5	5.6	4.4	3.8	5.2	6.5	4.2	3.5	3.8	6.7
III	13.5	13.5	13.3	14.8	11.8	11.2	10.4	12.9	4.1	8.1
IV	11.7	5.9	12.2	15.3	10.9	10.7	13.3	12.8	13.1	11.8
1988(c)	14.9	15.4	14.9	14.6	14.1	14.3	14.7	12.7	12.7 (f)	15.0 (f)
I	13.9	11.9	14.1	14.4	11.4	10.5	13.8	11.8	6.8	11.0
II	21.3	21.3	21.4	20.8	17.0	16.1	22.1	17.9	11.0	14.6
III	20.6	26.9	19.9	18.3	21.4	20.0	18.6	18.5	18.4 (f)	21.6 (f)
IV	4.7	2.8	4.9	5.5	7.2	11.3	5.1	3.2	14.9 (f)	13.0 (f)

FUENTE : Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos oficiales.

- (a) Tasas mensuales equivalentes de variación entre extremos de cada período, en porcentajes.  
 (b) Salario horario normal del trabajador en la industria manufacturera.  
 (c) Precios y tarifas de empresas públicas, nivel general.  
 (d) Promedio de saldos a fin de mes.  
 (e) Cifras provisionales.  
 (f) Cifras estimadas.  
 (g) Durante los períodos con doble mercado oficial de cambios (junio-diciembre de 1981, julio-noviembre de 1982 y desde el 15 de octubre de 1987) se trata del tipo de cambio comercial. A partir de agosto de 1988, las cifras del cuadro se refieren a un tipo de cambio medio para el comercio exterior, obtenido como promedio simple de la tasa que rige para importaciones y un tipo de cambio para exportaciones, el que a su vez surge de un promedio ponderado (sobre la base de la estructura de las exportaciones de 1987) de la tasa empleada en la liquidación de las exportaciones primarias y la que rige para las demás exportaciones.

las tarifas por dos meses (luego de un aumento inicial del 30%), después de lo cual se realizarían ajustes pautados, y en la negociación de un acuerdo con las principales empresas industriales. Según este acuerdo, las empresas moverían sus precios en función de pautas concertadas, a un ritmo muy inferior al de los meses anteriores. Si bien los mercados financieros reaccionaron rápidamente ante estos anuncios, la respuesta de los precios fue más lenta. Durante agosto se registraron fuertes alzas, que se fueron atenuando hacia fines de mes. Aun cuando el programa tenía un consentimiento explícito por parte de un grupo importante de empresas en moderar los aumentos de sus precios, el programa no alcanzó a producir una modificación definida en las expectativas; existía una percepción más o menos común de que se trataba de un ensayo de carácter limitado, cuyo horizonte era incierto.

De todas maneras, en la última parte del año se observó una atenuación en los aumentos de precios, hasta llegar al mínimo en noviembre, cuando el IPC creció algo menos del 6%. Esta inflación, aunque moderada en relación a la del período anterior fue, sin embargo, superior a las pautas. Así, se produjeron variaciones en los precios relativos en sentido inverso a lo que se había observado hasta agosto: los servicios privados se encarecieron en relación a los bienes industriales, y el tipo de cambio y las tarifas reales se deslizaron hacia abajo. En diciembre, el tipo de cambio promedio para el comercio exterior, referido al IPC, se encontraba un 10% por debajo del valor de doce meses atrás, mientras que las tarifas al consumidor eran ligeramente superiores a las de fines del año anterior.

Al terminar 1988, la tasa de inflación estaba muy por debajo de sus valores máximos, pero ese resultado era frágil. Al diluirse el adelanto inicial de las variables utilizadas como "ancla", existía el riesgo de que se volvieran a plantear serios dilemas para la política. Pese a la reducción de gastos en las empresas públicas, la tendencia declinante en el valor real de las tarifas comprometía a una situación fiscal ya de por sí difícil. Si bien el saldo del balance comercial seguía siendo significativamente más alto que meses atrás, la perspectiva de que la cosecha se redujera por efecto de la sequía y la percepción de que se estaba produciendo un atraso cambiario, junto con la volatilidad potencial de los movimientos financieros, creaban un interrogante sobre la estabilidad de los mercados de divisas. Al mismo tiempo, la erosión gradual de los precios industriales hacía más incierta la permanencia del acuerdo con las empresas. Esto implicaba que podían existir dudas sobre la posibilidad de mantener el sistema de pautas más allá del futuro inmediato, y que el horizonte de las expectativas fuera también corto.

Es decir, el programa anunciado en agosto interrumpió la aceleración inflacionaria, pero no de un modo permanente. A lo largo de 1988 se hizo manifiesta la dificultad para regular el crecimiento de los precios en ausencia de las condiciones que permitieran encarar una estabilización más o menos definida. Al margen de la magnitud de las presiones inflacionarias que se podían desatar en lo inmediato y de las limitaciones de los instrumentos disponibles para la administración de corto plazo, se volvía a plantear con crudeza el problema de cómo llevar a cabo una estabilización sostenible.



## **2. Los salarios y el empleo**

Durante 1988 la evolución del salario real fue despareja observándose, por un lado, un deterioro frente al promedio del año anterior -que alcanzó distinta intensidad en cada sector de actividad- y, por otro, una reversión de tal caída en el último trimestre del año.

Como caso particular, el poder de compra del salario industrial se contrajo un 6%, como promedio del año; pero, al comparar los valores de diciembre de 1988 con los de un año atrás se observa una mejora del 13% (véase el Cuadro 18). Tanto en las empresas del estado como en la administración pública se verificó un comportamiento similar, con una caída en el promedio de entre un 2 y un 4% y una recuperación entre extremos superior al 13%. En otros sectores, como el comercio y la construcción, si bien en el último trimestre se detuvo la declinación verificada desde comienzos del año, no se habría llegado a recuperar el poder adquisitivo de fines de 1987.

La evolución del poder de compra de los salarios a lo largo del año obedeció fundamentalmente al comportamiento de los precios, dada la práctica más o menos generalizada de actualizar los salarios teniendo en cuenta la inflación pasada. Así, la contracción del poder de compra de los salarios hasta agosto se correspondió con la aceleración verificada en los precios durante ese lapso, y la recuperación posterior, con la atenuación de la inflación a partir de setiembre.

La evolución de los salarios nominales en la actividad privada durante 1988 estuvo determinada por el funcionamiento de las

Cuadro 18

## ARGENTINA. EVOLUCION DE LAS REMUNERACIONES EN LA INDUSTRIA MANUFACTURERA (a)

(Tasas de crecimiento respecto del período anterior)

A. Salario real medio total por obrero							
	1982	1983	1984	1985	1986	1987	1988
Variación media	-14.5	22.8	25.3	-12.1	5.5	-8.3	-6.1
Variación entre extremos	-3.6	35.1	8.3	-5.3	1.8	-11.1	13.0

  

B. Salario real medio normal por hora (b)								
	1987				1988			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Variación media	-5.1	-1.0	-7.6	3.8	-1.8	-6.2	-3.8	14.6
Variación entre extremos	-6.1	0.6	-6.1	4.5	-6.1	-5.8	4.3	13.1

FUENTE : Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del Instituto Nacional de Estadística y Censos.

- (a) Deflactadas por el IPC promedio del mes de devengamiento y el siguiente; implica medir la capacidad adquisitiva de los salarios cobrados mensualmente en el momento de su percepción o la de los salarios cobrados quincenalmente y gastados uniformemente en el tiempo.
- (b) El salario normal incluye el salario básico y los premios y bonificaciones.

comisiones paritarias por rama de actividad, en virtud del nuevo régimen legal en la materia sancionado por el Congreso Nacional a fines del año anterior. La reimplantación de este mecanismo, luego de más de trece años en que la fijación legal de los salarios se centralizaba en el gobierno, había despertado expectativas de desbordes salariales que, a la postre, no se verificaron; las negociaciones parecen haberse centrado más en las condiciones y medio ambiente de trabajo que en los aspectos meramente salariales; acerca de estos últimos, parece haberse buscado el establecimiento de reglas claras de ajuste periódico (normalmente bimestral) en función de la inflación. Aunque inicialmente se acordaron ajustes de acuerdo con las previsiones de inflación para el período, se fueron introduciendo también ajustes adicionales para cubrir los desvíos entre la inflación cuantificada y la prevista. Como resultado, los salarios en las distintas actividades se fueron ajustando a lo largo del año en forma no simultánea (a diferencia de cuando tales ajustes surgían de la decisión gubernamental) y en magnitudes variables, en función de las condiciones que iba afrontando cada actividad y de la capacidad de negociación de cada sindicato.

En el sector público, los asalariados de la Administración Nacional, no incorporados aún al régimen de convenciones colectivas, fueron recibiendo aumentos mensuales de acuerdo con la inflación esperada. Paralelamente, se continuó con el programa de equiparación iniciado el año anterior, lo que dio lugar a mejoras más significativas para algunos grupos de agentes. Sin embargo, las dificultades de orden fiscal implicaron que en algunos sectores los ajustes fueran inferiores a las demandas salariales, lo que derivó en algunos conflictos con grupos significativos de empleados

Cuadro 19

## ARGENTINA. EVOLUCION DEL EMPLEO Y EL DESEMPLEO

A. Tasas de desocupación (a)

	1983		1984		1985		1986 (b)		1987		1988	
	Abril	Octubre	Abril	Octubre	Abril	Octubre	Abril	Octubre	Abril	Octubre	Abril	Octubre
Capital y Gran Buenos Aires	5.2	3.1	4.1	3.6	5.7	4.9	4.8	4.5	5.4	5.2	6.3	5.7
Córdoba	4.4	5.6	4.4	5.1	5.3	4.7	6.4	5.1	4.9	5.5	5.0	5.9
Gran Mendoza	4.5	4.5	3.3	3.7	3.6	3.7	4.9	3.3	3.6	3.1	4.7	4.0
Gran Rosario	6.3	...	6.8	6.2	10.9	10.2	6.8	7.2	7.3	8.3	7.8	7.0
Gran Tucumán	8.1	7.5	8.5	10.6	12.1	11.4	13.6	12.5	15.1	9.7	11.3	10.1

B. Ocupación y horas trabajadas en la industria manufacturera (c)

	1983						1987				1988			
	1983	1984	1985	1986	1987	1988	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Obreros ocupados	75.4	77.6	74.7	71.7	71.3	72.2	74.0	69.8	69.1	71.0	74.9	72.4	69.4	70.5
Horas trabajadas	79.4	80.3	73.9	74.4	73.5	75.3	68.2	74.9	76.5	72.8	71.6	78.9	76.9	73.8

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

- (a) En porcentajes sobre la población económicamente activa.  
 (b) Los relevamientos se realizaron en junio y noviembre en Capital y Gran Buenos Aires y en mayo y octubre en el resto de las ciudades.  
 (c) Índices 1970=100.

públicos, como los docentes, quienes protagonizaron una huelga de más de un mes de duración. También se presentaron dificultades en las empresas públicas, pero en este caso por la demora en la adopción de las normas específicas que permitieran el normal funcionamiento de las paritarias, como producto del control financiero más estricto adoptado en este sector.

Una parte importante de la discusión sobre el perfil de la política laboral estuvo vinculada con la sanción legislativa de las normas sobre obras sociales y asociaciones gremiales, en donde prevaleció la posición de las organizaciones sindicales; la parte empresarial criticó dichas normas en función del incremento del costo salarial implícito en las mismas.

En materia de empleo, las mediciones efectuadas en los principales centros urbanos del país muestran un moderado incremento en los niveles de desocupación lo que, sin embargo, no se refleja en los datos disponibles sobre la ocupación en la industria manufacturera (véase el Cuadro 19).

## **V. La Política Fiscal y Monetaria**

### **1. La política fiscal**

El déficit consolidado del sector público nacional (gobierno nacional, empresas públicas y sistema de seguridad social) se contrajo en 1988 (véase el Cuadro 20). Esta disminución obedeció a una reducción bastante generalizada de los gastos, que más que compensó la merma registrada en los ingresos. Dentro de los gastos corrientes, hubo una caída en las compras de bienes y servicios no personales, los intereses de la deuda interna y los pagos de pasividades; las erogaciones en personal y los intereses de la deuda externa mostraron también una disminución, aunque leve. Por otro lado, parece haberse revertido el desequilibrio corriente que habían registrado las empresas públicas en 1987. A esto se agregó una reducción del volumen de los gastos de capital.

Sin embargo, el menor desequilibrio de las cuentas públicas no implicó un alivio significativo de las serias dificultades que ha venido enfrentando la política fiscal. En 1988, además de la caída en los recursos tributarios y no tributarios, se observaron fuertes presiones sobre el gasto. Además, el financiamiento externo se redujo, y se hizo evidente la estrechez del mercado local de títulos públicos; la retracción de la demanda por dichos títulos llevó a una caída en la deuda interna del gobierno, aun cuando los rendimientos ofrecidos fueron altos. Como contrapartida, creció la colocación de deuda no

Cuadro 20

## ARGENTINA. SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO NACIONAL (a)

	Porcentajes del Producto Bruto Interno			
	1985	1986	1987	1988
Recursos corrientes del Gobierno Nacional (b)	22.3	20.8	19.7	18.8
Tributarios (c)	18.7	18.5	17.6	17.3
No tributarios	3.6	2.3	2.1	1.5
Erogaciones Corrientes del Gobierno Nacional (b)	22.7	22.0	22.1	20.1
Personal	4.1	3.6	4.2	4.0
Bienes y servicios no personales	2.2	2.1	2.2	1.7
Intereses de deudas	2.9	2.3	2.7	2.0
internas	0.2	0.3	0.8	0.3
externas	2.7	2.1	1.9	1.7
Transferencias	13.5	14.1	13.6	12.8
provincias (c)	6.1	6.7	6.5	6.6
pasividades	6.2	6.3	5.7	5.1
otras	1.2	1.2	1.3	1.2
Economías	0.0	0.0	-0.6	-0.4
Ahorro corriente del Gobierno Nacional (b)	-0.4	-1.3	-2.4	-1.3
Ahorro corriente de las empresas públicas	-1.5	0.5	-0.6	0.7
Financiamiento por emergencia económica (d)	0.7	0.6	0.2	0.5
Erogaciones de capital del Sector Público Nacional (neto)	4.2	3.8	4.6	4.1
Inversión real	4.1	3.9	4.6	4.1
Otras erogaciones de capital (neto)	0.1	-0.1	-0.0	-0.0
Necesidad de financiamiento del Sector Público Nacional	5.4	4.1	7.4	4.2
Financiamiento interno (neto)	4.5	0.1	3.2	2.5
Financiamiento externo (neto)	0.9	4.0	4.2	1.7

FUENTE : Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos de la Secretaría de Hacienda.

- (a) Datos de ejecución presupuestaria. Los de 1987 y 1988 corresponden al presupuesto definitivo.  
 (b) Administración Nacional más Sistema Nacional de Seguridad Social.  
 (c) Incluye los importes de la Coparticipación impositiva correspondientes a las provincias.  
 (d) Régimen de ahorro obligatorio.

voluntaria en el sistema financiero, a través de la elevación de los encajes remunerados; de este modo, parte de la carga de intereses se trasladó del Tesoro al Banco Central. Es decir que, pese a la disminución del déficit, la fragilidad de las finanzas públicas siguió siendo un factor de inestabilidad macroeconómica.

La caída en la recaudación tributaria se produjo pese a que durante el año se hicieron efectivos los impuestos creados a fines de 1987; éstos incluían la reimplantación del ahorro obligatorio, gravámenes sobre las ventas de combustibles líquidos, gas natural y servicios telefónicos (destinados a financiar aumentos en las jubilaciones) y un aumento de la alícuota del impuesto a las transacciones realizadas con cheques. Probablemente, la aceleración inflacionaria que abarcó gran parte del año haya operado en detrimento de la recaudación real de impuestos como el IVA, aunque es difícil precisar la magnitud de ese efecto. También se comprobó una reducción en los ingresos de la Aduana en la segunda mitad del año, asociada con el menor volumen de las importaciones y con las bajas tasas de los derechos de exportación. Asimismo, disminuyeron los fondos del impuesto a los combustibles ingresados al Tesoro.

Dado que la menor recaudación de los impuestos ya existentes afectó los ingresos desde principios de año y que los nuevos impuestos -que debían cubrir erogaciones que ya se estaban efectuando- tardaron algún tiempo en efectivizarse, en el primer trimestre se registró un elevado desequilibrio financiero. En particular, los mayores gastos en seguridad social y los requerimientos de algunas provincias (que parecían atravesar situaciones críticas), así como las demandas salariales en el sector de educación y las importantes transferencias a algunas empresas



públicas, resultaron en un alto déficit de la tesorería. Este tendió a moderarse en los meses siguientes, cuando el ingreso de los nuevos impuestos permitió equilibrar el sistema de seguridad social y la vigencia de la nueva ley de coparticipación federal de impuestos ordenó las relaciones financieras entre la Nación y las provincias; así, las transferencias desde la tesorería a ambos sectores se redujeron a partir del segundo trimestre.

Las finanzas de las empresas públicas, por su parte, fueron un tema de especial atención hacia mediados de año. Si bien desde fines de 1987 se habían anunciado modificaciones importantes en las relaciones financieras entre empresas y tesorería (que implicaban que esta última se haría cargo en forma explícita de los intereses de la deuda externa de aquellas a cambio de eliminar las transferencias), la instrumentación de las mismas se efectuó en 1988. En agosto, se estableció que las empresas deberían constituir un ahorro obligatorio equivalente a un porcentaje de sus gastos (excluidos salarios e inversiones), el que debía ser depositado en las cuentas de la tesorería en el sistema bancario. Por esta vía, las empresas realizaron aportes netos de cierta magnitud a partir del tercer trimestre. Sin embargo, hacia fines de año volvieron a manifestarse problemas financieros en el sector, dado el menor nivel real de las tarifas netas de impuestos; además, se manifestaron dificultades en ciertas empresas con desequilibrios crónicos (como los ferrocarriles) y en la petrolera estatal, que debía afrontar mayores pagos de regalías a las provincias.

El financiamiento del déficit fiscal se realizó por medios diferentes a los del año anterior: se observó una caída apreciable del uso del endeudamiento interno y externo en favor de otras fuentes, en especial la movilización de fondos que la tesorería

poseía en la banca oficial. Si bien se emitieron nuevos títulos del Gobierno Nacional, los montos fueron inferiores a los vencimientos. Por otro lado, dada la dificultad de colocar deuda con plazos y condiciones similares a las del año anterior, se lanzaron letras de tesorería a 120 y 180 días, ajustables por el tipo de cambio (en consonancia con las expectativas de una rápida devaluación que prevalecieron hasta agosto).

A fines de año, la circulación de bonos de la deuda interna del gobierno se había reducido a menos de la mitad del valor de doce meses atrás. Sin embargo, la deuda del sector público en sentido amplio se incrementó, al elevarse el volumen de los encajes sobre los pasivos del sistema bancario. Pero, al margen del monto de la deuda pública, el costo de este financiamiento podía ser un tema de preocupación, teniendo en cuenta la importancia de los bonos ligados al tipo de cambio y las altas tasas de interés que se venían pagando sobre los encajes; además, el perfil de los vencimientos se había acortado en forma apreciable.

En resumen, la política fiscal enfrentó durante 1988 una caída de la recaudación tributaria y un restringido acceso al crédito, tanto externo como del mercado local. En este contexto de dificultades, las acciones de política tendieron a buscar formas de reducir el sesgo deficitario a través de una definición más sistemática de las relaciones entre componentes del sector público. Esto se manifestó, en especial, en la nueva ley de coparticipación federal de impuestos, que limita las transferencias de la tesorería a las provincias a cambio de explicitar la masa de recursos que automáticamente reciben las mismas. El régimen puesto en vigencia constituyó un cambio apreciable con respecto a la situación anterior, en la que (al no haber un sistema definido de

coparticipación, luego de caducar la ley vigente hasta 1984) por un lado la Nación continuaba recaudando los impuestos coparticipados y, por otro, aportaba fondos a las provincias a través de transferencias, lo que resultaba un mecanismo poco transparente y que daba lugar a trabajosas negociaciones bilaterales con cada provincia.

En el área de empresas públicas, se establecieron normas para limitar y hacer más explícitas las transferencias, así como para controlar la evolución de corto plazo de distintas partidas de gasto; la introducción de nuevos tributos destinados a reducir el desequilibrio del sistema de seguridad social tuvo por objeto proveer financiamiento directo y explícito de modo de eliminar los aportes de la tesorería como mecanismo asignador de fondos.

Sin embargo, esos cambios en el funcionamiento de la política fiscal resultaron ser insuficiente a los efectos de reducir el déficit a niveles compatibles con la estabilidad macroeconómica. Al margen de los serios problemas estructurales que enfrenta el sector público argentino para acotar el desequilibrio de sus cuentas -entre los que se cuenta la pesada carga de la deuda externa- y cuya resolución puede requerir reformas de amplio espectro y larga maduración, durante 1988 se percibió con nitidez la fragilidad del sistema tributario y la necesidad de contar con mecanismos de determinación del gasto que ayuden a dar mayor consistencia a la definición y gestión del presupuesto.

## **2. La política monetaria y financiera**

En los últimos años, la política monetaria se ha visto fuertemente limitada para neutralizar las presiones que, provenientes de las áreas fiscal y cambiaria, han generado una evolución poco acotada e inestable de la oferta de dinero que fuera compatible con los objetivos antiinflacionarios. Del lado de la demanda, el movimiento ascendente de la tasa de inflación indujo, desde mediados de 1987, caídas sucesivas en las tenencias de activos en poder del público, llevando a la política monetaria a operar sobre un nivel cada vez más bajo e inestable de agregados monetarios. Este cuadro de situación se mantuvo también durante 1988; si bien los objetivos perseguidos por la política monetaria se definieron nuevamente con claridad (esto es, adecuar el crecimiento de los agregados monetarios a las metas antiinflacionarias así como evitar desequilibrios importantes en el mercado cambiario) y se logró restringir la concesión de redescuentos, la gestión del control monetario resultó complicada a partir de desarrollos en los sectores fiscal y cambiario en la primera y segunda mitades del año, respectivamente; por su parte, la aceleración inflacionaria del primer semestre implicó una nueva caída de la demanda de dinero, que fue sólo parcialmente revertida luego del programa de estabilización de agosto.

En los primeros meses del año, fueron particularmente intensos los requerimientos de financiamiento provenientes del Tesoro y de otras áreas del sector público; dado que las condiciones prevalecientes en el mercado interno de deuda pública hacían difícil la colocación de títulos en condiciones y montos similares a los de 1987, a partir de marzo, los vencimientos fueron cubiertos por letras

de plazos más reducidos y, en especial, por la vía de incrementar los encajes remunerados del sistema financiero. Ello implicó un aumento del déficit en cabeza del Banco Central, en razón de los mayores volúmenes de depósitos inmovilizados dado que la tasa real de interés (cuya magnitud afecta sensiblemente la evolución de estas obligaciones) se mantuvo neutra o levemente negativa durante el primer semestre.

Hacia mediados de año, las condiciones más favorables en el comercio exterior -a partir de la mejora en los precios internacionales de los granos- implicaron que el sector externo se volviera un factor fuertemente expansivo de la base monetaria; ello planteaba un serio problema adicional pues implicaba recurrir a niveles de esterilización necesarios para contrarrestar la mayor creación de dinero, que estaban fuera de las posibilidades de la administración monetaria. A esta situación inestable contribuía la caída en los agregados monetarios que se venía observando desde comienzos del año: frente a la aceleración inflacionaria, los medios de pago de particulares (M<sub>1</sub>) se redujeron en términos reales en razón de más del 15% trimestral durante los dos primeros trimestres; solo en el mes de julio volvieron a caer un 15% adicional. Por su parte, los agregados más amplios (que incluyen depósitos a interés y aceptaciones bancarias), comenzaron a acelerar su caída en el segundo trimestre cuando la tasa de interés real se tornó negativa.

De este modo, la situación en materia de control monetario a mitad del año se tornó precaria: en primer lugar, los requerimientos de fondos del sector público y la caída de la demanda por títulos públicos habían obligado a elevar los encajes y el endeudamiento de corto plazo con el sistema financiero, lo que traía aparejado un

## ARGENTINA. BALANCE MONETARIO

	Saldos a fin de año (millones de australes)				Tasas anuales de crecimiento			
	1985	1986	1987	1988(a)	1985	1986	1987	1988(a)
Dinero (M1)	3014.3	5587.5	12567.3	54500.0	593.3	85.4	124.9	333.7
Efectivo en poder del público	2022.3	3989.6	9261.5	42100.0	545.3	97.3	132.1	354.6
Depósitos en cuenta corriente	992.0	1597.9	3305.8	12400.0	717.1	61.1	106.9	275.1
Factores de expansión neta	7848.9	16663.3	43215.5	233900.0	437.9	112.3	159.3	441.2
Reservas internacionales netas	-5406.4	-7977.7	-45359.6	-92100.0	.	.	.	.
Crédito interno neto	13255.3	24641.0	88575.1	326000.0	410.0	85.9	259.5	268.0
Gobierno e instituciones públicas (neto)	7129.2	14048.5	58115.9	262500.0	491.5	97.1	313.7	351.7
Adelantos para la Cuenta de Regulación Monetaria	2282.6	5488.7	17815.7	106900.0	438.6	140.5	224.6	500.0
Financiamiento externo al Gobierno Nacional (neto)	3108.8	5626.7	26983.4	43200.0	.	81.0	379.6	60.1
Otros préstamos al Gobierno (neto de depósitos)(b)	1737.8	2933.1	13316.8	112400.0	122.4	68.8	354.0	744.0
Sector privado (b)	8980.6	16495.3	48819.2	221800.0	372.1	83.7	196.0	354.3
Otras cuentas (neto)	-2854.5	-5902.8	-18360.0	-158300.0	.	.	.	.
Cuasidinero (depósitos de ahorro y a plazo) (b)	4834.6	11075.8	30648.2	179400.0	371.9	129.1	176.7	485.4
		(en porcentajes)						
Multiplicadores monetarios (c)								
M1 / Base monetaria amplia (d)	38.6	39.2	43.0	31.2	.	.	.	.
M2 / Base monetaria amplia (d)(e)	133.5	118.8	152.8	141.9	.	.	.	.
Coefficientes de liquidez								
M1 / PBI	3.6	5.6	5.1	3.2	.	.	.	.
M2 / PBI (e)	12.4	17.2	18.3	14.7	.	.	.	.

FUENTE : Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del Banco Central de la República Argentina.

- (a) Cifras estimadas.  
 (b) Incluye recursos devengados.  
 (c) Promedio anual de los valores obtenidos a partir de saldos a fin de mes.  
 (d) La base monetaria amplia incluye los encajes remunerados de integración forzosa.  
 (e) M2 : M1 + cuasidinero.

fuerte efecto inercial de crecimiento de la oferta de dinero; en segundo lugar, el sector externo comenzó a ser fuertemente expansivo; ambos factores preanunciaban desbordes importantes en el ritmo de emisión; por último, la aceleración de la inflación estaba colocando a la economía en niveles de monetización extremadamente bajos (el coeficiente de liquidez  $M_1/PBI$  cayó al 2.5%), sólo comparables con los mínimos prevalecientes al momento de lanzarse el plan Austral.

El programa de estabilización lanzado a comienzos de agosto buscó revertir este cuadro. La reforma cambiaria implicaba, de hecho, la generación de recursos fiscales con los cuales se neutralizaba la expansión del sector externo; sin embargo, la programación monetaria pasaba ahora a depender de la política cambiaria en tanto debía tenerse en cuenta la cantidad de divisas que el Banco Central preveía vender durante el mes en el mercado libre; en términos más generales, el rol central que ahora ocupaba el control de la evolución del tipo de cambio, condicionaba a la política monetaria a atender ese objetivo. Frente a un mayor control relativo de las finanzas públicas, el problema del crecimiento de la deuda pública con el sistema financiero, se trató de resolver por la vía de una reforma que implicó la consolidación de los principales pasivos remunerados del Banco Central en dos depósitos con plazos de vencimiento a diez años y amortizaciones mensuales crecientes a través del tiempo; con ello, se buscaba diluir el impacto monetario de la devolución de esas obligaciones, al tiempo que se anunciaba la intención de avanzar hacia un sistema con menor nivel de encajes.

Otros anuncios importantes del programa de agosto fueron una reducción adicional (a la programada para el año en curso) de

los redescuentos, que se centraba en una caída del 50% de la asistencia crediticia prevista al Banco Hipotecario Nacional para el cuarto trimestre; un incremento en las tasas de interés para la prefinanciación de exportaciones promocionadas; la reducción de nuevas líneas de crédito a países para financiar exportaciones argentinas; y el mantenimiento de la suspensión de la operatoria de représtamo (on-lending) asociada con la refinanciación de la deuda externa del año 1985.

El cambio en el ritmo inflacionario observado desde setiembre implicó una reversión de la caída en las tenencias de dinero, que habían llegado a un mínimo a comienzos de agosto. Sin embargo, si bien los medios de pago de particulares (M<sub>1</sub>) crecieron fuertemente en términos desestacionalizados a partir de setiembre, se observó cierta asimetría entre la velocidad de la caída de la primera parte del año y su posterior recuperación: esta última fue solo parcial, implicando un coeficiente de liquidez perceptiblemente inferior al prevaleciente un año atrás. Por su parte, los mayores rendimientos en términos reales sobre los depósitos a plazo fijo implicaron un fuerte crecimiento en el stock de agregados monetarios más amplios.

En la última parte del año, la política monetaria se vio afectada por el mantenimiento del objetivo de estabilidad cambiaria. El mecanismo de intervención en el mercado libre implicaba establecer metas mensuales de ventas de divisas que formaban parte del programa monetario; así, frente a presiones de demanda en dicho mercado -como las que se observaron en octubre y noviembre-, el Banco Central tendía a endurecer la política monetaria esterilizando fondos a través de la creación de nuevos depósitos indisponibles y de la colocación de letras en las



Cuadro 22

## ARGENTINA. TASAS DE INTERES (a)

Periodo	Tasas equivalentes mensuales, en porcentajes								
	Nominales			Respecto del IPC (b)			Respecto del IPM (b)		
	Pasiva (c)	Activa (d)	Activa (e)	Pasiva (c)	Activa (d)	Activa (e)	Pasiva (c)	Activa (d)	Activa (e)
1983	11.6	12.6	18.1	-2.7	-1.8	3.0	-2.4	-1.3	3.4
Trim. 1	10.2	11.2	14.6	-1.2	-0.3	2.7	-0.1	0.8	3.9
Trim. 2	9.6	10.6	15.0	-2.5	-1.6	2.3	-2.2	-1.3	2.7
Trim. 3	12.2	13.2	20.6	-5.4	-4.5	1.8	-6.3	-4.8	0.8
Trim. 4	14.5	15.5	22.5	-1.7	-0.8	5.2	-0.8	0.1	6.2
1984	14.0	15.3	19.6	-4.9	-3.7	-0.2	-4.0	-2.9	0.7
Trim. 1	10.5	11.5	13.6	-6.8	-6.0	-4.2	-6.3	-5.5	-3.7
Trim. 2	13.0	14.0	18.6	-4.0	-3.2	0.7	-3.4	-2.5	1.4
Trim. 3	15.5	17.0	19.7	-6.2	-5.0	-2.9	-4.2	-3.0	-0.8
Trim. 4	17.0	19.0	27.0	-2.4	-0.7	6.0	-2.2	-0.5	6.2
1985	10.7	12.4	15.5	-1.4	0.2	2.9	-1.0	0.5	3.3
Trim. 1	18.5	20.5	24.5	-5.6	-4.0	-0.6	-5.6	-4.0	-0.9
Trim. 2(f)	18.8	20.8	26.4	-1.1	0.5	5.2	-3.2	-1.6	3.0
Trim. 3	3.5	5.0	7.2	1.2	2.7	4.8	2.6	4.1	6.3
Trim. 4	3.1	4.5	5.5	0.2	1.6	2.5	2.5	3.9	4.9
1986	4.0	5.4	6.2	-1.4	-0.1	0.6	-0.3	1.1	1.8
Trim. 1	3.1	4.5	5.2	-0.5	0.8	1.5	1.4	2.8	3.4
Trim. 2	3.2	4.6	4.5	-1.8	-0.5	-0.6	-0.9	0.4	0.3
Trim. 3	4.4	5.9	6.4	-2.8	-1.4	-1.0	-2.6	-1.2	-0.7
Trim. 4	5.3	6.8	8.7	-0.5	0.9	2.7	0.9	2.3	4.1
1987	7.2	8.5	10.3	-1.6	-0.4	1.2	-2.1	-0.9	0.7
Trim. 1	4.8	5.9	7.4	-1.2	-0.1	1.3	-0.7	0.4	1.8
Trim. 2	5.1	6.1	8.3	-2.1	-1.3	0.6	-1.4	-0.6	1.4
Trim. 3	9.4	10.9	13.5	-4.8	-3.5	-1.2	-9.1	-7.8	-5.7
Trim. 4	9.6	11.1	12.1	1.9	3.3	4.2	3.3	4.7	5.6
1988	13.1	14.6	14.0	-0.9	0.6	0.1	-1.2	0.2	-0.3
Trim. 1	12.7	14.2	14.6	-1.2	0.1	0.5	-2.4	-1.1	-0.7
Trim. 2	16.5	18.0	17.6	-2.7	-1.4	-1.7	-6.2	-4.9	-5.2
Trim. 3	13.1	14.6	14.4	-2.4	-1.0	-1.3	-0.4	0.9	0.6
Trim. 4	10.1	11.6	9.6	2.8	4.7	2.8	4.4	6.3	4.4

FUENTE : Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del BCRA y otras fuentes.

- (a) Los valores trimestrales y anuales son promedios geométricos de los valores mensuales.  
 (b) Los valores deflactados corresponden a tasas reales "ex-post", calculadas según  $(1+r(t))/(1+p(t+1))$ , donde  $r(t)$  es la tasa nominal vigente en el mes  $t$  y  $p(t+1)$ , la tasa de crecimiento de los precios en el mes  $t+1$ .  
 (c) Hasta junio de 1982 y desde octubre de 1987, tasa testigo (promedio ponderado de las tasas pagadas por los bancos por depósitos a 30 días); desde julio de 1982 y hasta octubre de 1987, tasa fijada por el BCRA para depósitos a 30 días.  
 (d) Hasta junio de 1982, promedio de las tasas cobradas por los bancos a clientes de primera línea por préstamos a 30 días; desde julio de 1982 hasta octubre de 1987, tasa regulada. Desde octubre de 1987, tasa aplicable a operaciones de crédito imputadas a líneas de préstamo del BCRA.  
 (e) Hasta junio de 1982, promedio de las tasas cobradas por los bancos a clientes de primera línea por préstamos a 30 días; entre julio de 1982 y julio de 1983, tasas vigentes en el segmento libre del mercado; desde agosto de 1983: tasa vigente en operaciones interempresarias a 7 días con garantía BONEX.  
 (f) En junio, se han considerado sólo las tasas vigentes durante la segunda quincena.

entidades financieras. De este modo, se sucedieron una serie de controles que operaron aumentando la tasa de corte de las letras mencionadas, creando nuevos depósitos indisponibles sobre los depósitos a plazo fijo y reduciendo el cupo (y aumentando la tasa) de los redescuentos por razones de iliquidez transitoria de las entidades bancarias. Todo ello implicó que las tasas de interés - pasivas y activas- resultaran fuertemente positivas en términos reales desde agosto a diciembre (véase el Cuadro 22). Como resultado de los mayores encajes creados, el efecto buscado con la consolidación de pasivos dispuesta en agosto tendió a diluirse: hacia fines de año, casi el 80% de los depósitos a plazo fijo, se hallaba inmovilizado por estas razones; pero, además, la elevación de la tasa real de interés generaba un nuevo impulso en el crecimiento de los pasivos del Banco Central, afectando la evolución futura de la oferta de dinero. Hacia fin de año quedaba claro que el desempeño de la gestión monetaria estaba ligado al mercado cambiario y que cualquier desequilibrio importante en este mercado pondría a la misma frente a opciones difíciles.