

Distribución Limitada

LC/BUE/L.132

Julio 1993

C E P A L

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

NOTA SOBRE LA EVOLUCION
DE LA ECONOMIA ARGENTINA
EN 1992

Documento de Trabajo Nº 50

I N D I C E

I.	I.	Rasgos generales de la evolución reciente	1
II.		La evolución de la actividad económica	13
	1.	<u>Las tendencias de la oferta y la demanda globales</u>	13
	2.	<u>La evolución de los principales sectores</u>	21
		2.1 El sector agropecuario	22
		2.2 La minería	25
		2.3 El sector manufacturero	25
		2.4 La construcción	32
		2.5 Los servicios básicos	33
III.		El sector externo	35
	1.	<u>La evolución global y el financiamiento externo</u> .	35
	2.	<u>La política cambiaria y comercial</u>	45
	3.	<u>El comercio exterior</u>	46
		3.1 Las exportaciones	49
		3.2 Las importaciones	51
IV.		Los precios, los salarios y el empleo	55
	1.	<u>Los precios</u>	55
	2.	<u>El empleo y los salarios</u>	61
V.		La política fiscal y monetaria	65
	1.	<u>La política fiscal</u>	65
	2.	<u>La política monetaria</u>	71

Nota sobre la evolución de la economía argentina en 1992

I. Rasgos generales de la evolución reciente

La evolución de la economía argentina en 1992 estuvo caracterizada por un considerable aumento en el nivel de actividad, una inflación moderada en los precios al consumidor (y muy baja en los precios mayoristas) y un saldo negativo en la balanza comercial, que se asoció con un pronunciado ingreso de capitales (véase el cuadro 1). El PBI aumentó en 8.7%, es decir a un intenso ritmo, similar al del año anterior. El incremento acumulado en el bienio tuvo un componente de recuperación cíclica, luego de una severa recesión, pero también implicó que el producto se elevara por encima de los máximos previos. De hecho, el PBI total superó por primera vez al registrado en 1980; para todos los grandes sectores de actividad (con la excepción de la construcción y los servicios diversos) el producto alcanzó los valores más altos desde ese año. Por otro lado, la disponibilidad de bienes y servicios creció en 1992 a aún mayor velocidad que el PBI, debido a la abrupta alza en el volumen de importaciones.

Como ya había ocurrido en 1991, el gasto interno se incrementó fuertemente, esta vez en un 14%; por su parte, el volumen de exportaciones registró una leve variación positiva. Si bien el coeficiente de formación de capital se mantuvo todavía en valores similares al promedio de la década anterior, la inversión aumentó en más del 30%; la suba acumulada con respecto al nivel de dos años atrás fue del 65%. Al mismo tiempo, el consumo se elevó en 1992 en cerca de un 11%; en particular, hubo una activa demanda de automóviles y otros bienes durables. Por segundo año consecutivo, la propensión marginal al consumo fue superior a la unidad; el ahorro interno volvió a declinar. Es decir que el aumento de la inversión se financió en el agregado con recursos provenientes del exterior.

Desde el punto de vista del origen del producto, se registraron incrementos difundidos. Los sectores en los que el volumen de producción aumentó más rápidamente fueron la construcción y servicios como el transporte, el comercio y las actividades financieras. Dentro de la industria manufacturera, cuyo producto registró una suba apreciable (7.3%), la mayor parte de las

Cuadro 1

ARGENTINA. PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS

	1989	1990	1991	1992 (a)
A. Indicadores económicos básicos				
Producto bruto interno a precios de mercado (miles de pesos a precios de 1986)	9424,3	9430,4	10270,0	11158,7
Población (millones de habitantes al 30/6)	32,2	32,6	33,0	33,4
Producto bruto interno por habitante (pesos de 1986 por mil habitantes)	292,7	289,3	311,2	334,1
B. Indicadores económicos de corto plazo				
	Tasas de variación			
Producto bruto interno	-6,2	0,1	8,9	8,7
Producto bruto interno por habitante	-7,3	-1,7	7,6	7,4
Relación de precios del intercambio	-0,2	-3,3	-7,4	1,3
Valor corriente exportaciones	4,8	29,0	-3,0	2,2
Valor corriente importaciones	-21,1	-2,9	103,0	79,7
Precios al consumidor				
Diciembre a diciembre	4923,8	1343,9	84,0	17,5
Variación media anual	3079,5	2314,0	171,7	24,9
Dinero (b)	4101,4	1069,4	146,3	45,9
Salario normal y permanente en la ind. manufact. (real)(c) (variación media anual)	-19,1	4,7	1,4	1,3
Tasa de desocupación abierta (d)	7,6	7,4	6,5	7,0
	Porcentajes del PBI			
Ingresos corrientes del Gobierno Nacional (e)	13,8	13,3	15,2	17,5
Gastos corrientes del Gobierno Nacional (e)	13,9	15,4	16,2	16,8
Ahorro corriente de las empresas públicas (f)	-1,1	0,0	-0,2	-0,1
Necesidad de financiamiento del sector público no financiero nacional (g)	3,8	3,8	1,6	0,1
C. Sector externo				
	Millones de dólares			
Saldo del comercio de bienes y servicios reales	5120	7955	2778	-3684
Saldo del comercio de bienes	5374	8276	3703	-2630
Pago neto de utilidades e intereses	-6422	-6122	-5634	-4589
Saldo de la cuenta corriente	-1294	1904	-2827	-8305
Saldo de la cuenta capital	-356	141	5540	12397
Variación de las reservas internacionales	-1700	2338	2755	3735
Deuda externa (h)	63314	60973	60000	60000(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 o estimadas.
(b) Variación de saldos a fin de año. La cifra de 1992 es una estimación conjetural.
(c) Promedio de valores mensuales obtenidos por la deflación de índices nominales por el promedio del IPC en el 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 las principales áreas urbanas.
(e) Administración Nacional y Sistema Nacional de Seguridad Social. Los gastos registrados en el cuadro incluyen las transferencias efectuadas a las provincias y al sector privado, pero no aquellas dirigidas a las empresas públicas. La necesidad de financiamiento registrada es aquella que resulta después de computar ingresos de capital. Los coeficientes se obtienen como cocientes entre los datos de la estadística fiscal, en términos nominales, y el PBI a precios corrientes según las cifras de la última revisión.
(f) Diferencia entre recursos y gastos corrientes, antes de transferencias del Gobierno Nacional.
(g) Gobierno nacional y empresas públicas.
(h) Deuda pública y privada efectivamente contraída, a final de período. Incluye atrasos.
(i) No considera el efecto de la quita resultante del acuerdo de refinanciación con los bancos comerciales. La cifra de 1992 es una estimación conjetural.

ramas se expandió (en ciertos casos, como el del sector automotor, con gran intensidad); sin embargo hubo casos de actividades, muy expuestas a la competencia externa, que contrajeron su producción. El aumento en el nivel de la actividad industrial agregada fue muy intenso en la primera parte del año; posteriormente, se observó un cierto debilitamiento de la demanda y de la producción, que de todos modos no llegó a determinar una reversión de tendencia.

El incremento en el producto real dio lugar a una generación neta de empleo: no obstante que muchas empresas industriales habrían reducido sus plantales, y que el sector público se desprendió de personal, los servicios privados y la construcción parecen haber absorbido mano de obra. Al mismo tiempo, se registró un significativo número de incorporaciones a la fuerza de trabajo. Como consecuencia, la tasa de desempleo permaneció en un nivel cercano al 7%. Los salarios nominales en el sector privado evolucionaron a lo largo de 1992 a un ritmo similar al de los precios al consumidor. Esto, unido a la caída en la tasa de inflación --que redujo la erosión de los ingresos entre el período de devengamiento y el de gasto-- implicó que, en el promedio del año, el poder de compra de las remuneraciones sobre la canasta de consumo fuera mayor que en el año anterior, y sensiblemente más alto que en aquéllos donde tuvieron lugar brotes hiperinflacionarios. Sin embargo, ello no habría alcanzado para recuperar los niveles registrados en algunos intervalos de la década anterior. Por contraste, los salarios medidos en términos de los precios industriales fueron los más elevados de la serie que arranca en 1980.

La economía operó durante 1992 bajo el estricto régimen monetario establecido por el esquema de convertibilidad. El tipo de cambio se mantuvo fijo, al margen de muy acotadas fluctuaciones dentro de una estrecha banda de intervención. El ritmo inflacionario, que ya se había moderado notablemente en 1991, mostró una atenuación ulterior. Los precios al por mayor crecieron muy poco, en un 3% en el conjunto del año. Por su parte, el índice de

precios al consumidor (IPC) se elevó en cerca de un 17% --la menor tasa en más de dos décadas--; las mayores alzas se registraron en los alimentos y (especialmente) en los servicios. Aunque la variación del IPC no llegó a converger a una tasa comparable con la inflación internacional, la tendencia fue declinante a lo largo del año luego de un repunte en el primer trimestre. El empuje de los precios en ese período inicial tuvo probablemente varias causas: factores estacionales sobre alimentos y servicios, el efecto de medidas impositivas, y una evolución del gasto que no ponía restricciones fuertes a las subas en los productos no sujetos a competencia externa. De todos modos, esa aceleración de los precios no se propagó en el tiempo. Al margen de la reversión de los elementos estacionales, ello revelaba indirectamente cambios en las conductas que en otras épocas amplificaban los impulsos inflacionarios. Por otro lado, se fue alargando el horizonte temporal de previsión de los precios; un síntoma de ello fue el hecho mismo de que las referencias a la tasa de inflación sobre un período anual se hicieran más comunes, cuando anteriormente la información relevante para las decisiones se refería a períodos mensuales o aún más cortos.

Una de las características de la economía en los años previos había sido la amplitud de los movimientos en los precios relativos. En 1992 esos desplazamientos fueron menos abruptos; de todos modos, siguieron manifestándose tendencias ya observadas en el pasado reciente. Así, en particular, continuó la disminución en el precio relativo de los bienes de equipo y de los flujos de exportaciones e importaciones. Tanto para la inversión como para las exportaciones de bienes y servicios, los respectivos índices de precios implícitos, referidos al del PBI, fueron los más bajos de las series que se inician en 1980; el indicador análogo para las importaciones fue el menor desde 1982. Desde el punto de vista sectorial, se observó una baja en los precios relativos del producto del sector agropecuario y de la industria y un alza en los precios relativos de los servicios comunales y personales; en los tres casos, los valores registrados en 1992 eran extremos de las series que se inician a comienzos de la década pasada. Por otro lado, es probable que a lo largo del año los

márgenes unitarios en la industria hayan disminuido, ante la lenta pero persistente elevación de los costos frente a precios que variaron muy poco. Algo similar habría ocurrido en la agricultura pampeana.

La Argentina recibió una gran inyección de fondos del exterior. Así, se reforzó un movimiento que ya se venía observando: de un estado de estricto racionamiento en el acceso al crédito externo --donde una porción apreciable de las entradas de capitales se originaba en atrasos en los servicios de la deuda-- se transitó a otro en el que la economía recibió una cuantiosa transferencia neta de recursos a través de financiamiento "voluntario". Los ingresos de capital en 1992 superaron holgadamente los 12000 millones de dólares, y más que duplicaron los ya elevados valores del año anterior. Estos flujos tuvieron varias fuentes importantes: el financiamiento comercial, las privatizaciones y las operaciones de cartera del sector privado, dentro de las cuales (dado el método de cómputo de las estadísticas) se incluye parte del reflujo de fondos de residentes. Las entradas de capitales estuvieron influidas por condiciones internacionales, pero también jugó un papel importante la disminución (con algunos altibajos) en las primas de "riesgo país", que respondió a la normalización macroeconómica, y a las señales originadas en la política fiscal y en la perspectiva de la regularización de la deuda del gobierno con los bancos comerciales mediante un acuerdo dentro del Plan Brady.

Este fue precedido por un arreglo trienal de "facilidades extendidas" con el FMI mediante el cual las autoridades argentinas se comprometieron a satisfacer exigentes metas fiscales --que fueron cumplidas para el conjunto del año 1992-- y obtuvieron financiamiento, parte del cual sería aplicado a la constitución de garantías de repago del capital adeudado a los bancos comerciales.

El acuerdo de principio con estos últimos se anunció en abril; la formalización tuvo lugar en diciembre. El convenio involucró pasivos por cerca de 28000 millones de dólares, de los cuales 8000 correspondían a atrasos. La deuda quedó instrumentada en títulos de tres

clases. Los atrasos se refinanciaron con un bono a 12 años de plazo, a tasa flotante. En cuanto a la deuda por capital, se emitieron dos títulos a 30 años de plazo: "bonos par", sin quita explícita, pero con una tasa de interés pre-determinada, y "bonos de descuento" con tasa flotante y una quita del 35% sobre el valor nominal de la deuda a transformar. La reprogramación se efectuó en una proporción aproximada del 65% en títulos par y 35% en bonos de descuento.

Las entradas de fondos del exterior fueron cuantiosas durante todo el año. Hasta noviembre, se mantuvo una continua corriente de ventas de divisas al banco central. En ese mes se produjo un breve pero brusco sobresalto en el mercado de cambios. Pese al elevado volumen de las reservas, el hecho de que el banco central se viera llamado a intervenir ante un exceso de demanda de moneda extranjera causó algún grado de incertidumbre. Las autoridades respondieron enfatizando que, dentro del esquema cambiario vigente, declinaciones ocasionales en las reservas no debían constituir motivo de alarma; al mismo tiempo, adoptaron medidas financieras para reforzar las expectativas de que el esquema de convertibilidad permanecería sin modificaciones. En este sentido, se autorizó a los bancos a constituir sus encajes en moneda extranjera, y a emitir cuentas corrientes en dólares; los anuncios estaban dirigidos a devolver tranquilidad a tenedores de activos en moneda nacional reafirmando el compromiso de que el banco central estaría dispuesto a convertir sin condiciones dinero doméstico en divisas.

El episodio duró pocos días, luego de los cuales se restableció el flujo de ventas de cambio al banco central. Además, las autoridades no acomodaron el aumento estacional de la demanda de dinero a fines de año con operaciones en activos internos; el resultado fue que en diciembre se produjo una fuerte liquidación de divisas por el sector privado. Como consecuencia, tanto el superávit en la cuenta de capitales como la acumulación de reservas en el cuarto trimestre fueron los más elevados dentro del año.

Durante todo el período, el ingreso de capitales alimentó la mayor demanda de dinero y facilitó el aumento del gasto doméstico en bienes y servicios. La cuenta corriente del balance de pagos arrojó un déficit de unos 8300 millones de dólares. A ello contribuyó especialmente la evolución de las transacciones en mercancías, cuyo saldo pasó de un valor positivo de 3700 millones en 1991 a uno negativo de 2600 en 1992. Este déficit comercial fue el más alto que se haya registrado, aunque a valores constantes su monto era superado ampliamente por las cifras del período 1980-1981: los términos del intercambio en el bienio 1991-1992 fueron los más desfavorables en varias décadas.

La evolución del saldo del comercio exterior durante 1992 estuvo determinada por el rápido aumento de las importaciones de bienes, cuyo valor se elevó en alrededor de un 80%; el valor de las exportaciones, que se incrementó en pequeña proporción, mantuvo un nivel significativamente más alto que en la década anterior, pese a los deprimidos precios internacionales. El crecimiento de las importaciones estuvo difundido en todas las categorías de artículos; las subas más agudas correspondieron a los bienes de consumo, pero hubo también fuertes alzas en las compras de bienes de capital e intermedios. Las importaciones se vieron alentadas por la ausencia de restricciones cuantitativas (con la excepción de lo establecido en el régimen de la industria automotriz), y el moderado nivel de los aranceles, en circunstancias en que el producto interno crecía apreciablemente, tanto en términos reales como nominales. Un hecho significativo de los movimientos en el intercambio comercial en 1992 lo constituyó la mayor participación del área del Mercosur. Los países de la región absorbieron el 18.5% de las exportaciones y dieron cuenta de más de un cuarto de las importaciones; estos coeficientes fueron en ambos casos superiores en cerca de 4 puntos a los de dos años atrás.

El reforzamiento de las finanzas públicas constituyó un tema central de la política económica, como aspecto básico del programa de estabilización. Las necesidades de financiamiento del sector público nacional antes de contabilizar ingresos de capital se

redujeron al 1.5% del PBI, y fueron cubiertas por fondos provenientes de ventas de activos; de tal forma, el uso neto del crédito fue prácticamente nulo. La mejora de la situación fiscal tuvo lugar en conjunto con un significativo incremento en los gastos, motivado en especial por los egresos del sistema jubilatorio y por las transferencias a los gobiernos locales. Ello fue más que compensado por un nuevo aumento en los recursos tributarios como resultado, principalmente, de un más estricto cumplimiento aunado con un mayor ritmo de actividad, que amplió la base de tributación.

Tanto la administración de la recaudación como la estructura impositiva mostraron cambios apreciables, continuando las tendencias del año anterior. Se destacó el fuerte aumento en los recursos derivados del IVA, que dieron cuenta de una porción muy importante del total de fondos captados. También aumentaron en proporción importante los ingresos derivados del impuesto a las ganancias (si bien su participación dentro del total de los recursos siguió siendo reducida). Por contraste, cayó el valor real percibido por el conjunto de impuestos sobre productos específicos (incluyendo los combustibles) y el proveniente de gravámenes diversos; por su parte, aunque los recursos de aduana se elevaron debido a las mayores importaciones, su peso como proporción de la recaudación total fue muy inferior a lo que había sido antes de 1991.

Como criterio general, la política tributaria buscó concentrar la recaudación en impuestos de base amplia; ello se reflejó en la reducción o eliminación de una variedad de gravámenes. De todos modos, la configuración del sistema impositivo siguió siendo materia de discusión. El gobierno manifestó el propósito de reducir cargas sobre los costos de las empresas, y el de orientar la tributación a efectos de mejorar la rentabilidad de los sectores productores de bienes transables, en la medida en que no se afectara el equilibrio presupuestario. En tal sentido, se anunció la intención de disminuir gradualmente a cero los impuestos nacionales sobre los sellos, los activos de las empresas y los combustibles; también se discutieron propuestas para disminuir las cargas sobre la nómina salarial y para

armonizar la tributación provincial con la nacional. Por otro lado, en octubre se elevó la tasa del derecho de estadística que grava a las importaciones y, simultáneamente, se incrementaron los reembolsos para exportaciones. Estas medidas significaron un aumento en los tipos de cambio efectivos aplicables a las operaciones de comercio exterior.

Las operaciones de privatización siguieron con ritmo intenso. En 1992, el estado vendió en el mercado el 30% del paquete de una de las dos compañías telefónicas, transfirió varias centrales eléctricas y la comercialización de energía en el área metropolitana, y otorgó en concesión el transporte y la distribución de gas natural, la provisión de agua y la operación de varias líneas ferroviarias; asimismo, pasaron al sector privado empresas industriales entre las que se destacó la firma de mayor tamaño del sector siderúrgico. (Como excepción, el gobierno incrementó su participación accionaria en la compañía aérea, empresa que se desarrolló con dificultades). Por otro lado, prosiguió la incorporación de firmas privadas a la explotación de áreas petroleras, a través de concesiones y contratos de asociación. Entre las privatizaciones contempladas para 1993 se destacaba la venta de una parte del paquete accionario de la petrolera estatal.

La política monetaria se desarrolló dentro del marco institucional del sistema de convertibilidad; por otro lado, se sancionó una nueva carta orgánica para el banco central que, en particular, estableció la independencia de esa entidad. Durante 1992 se reforzó la asociación entre el resultado del balance de pagos y los movimientos de la base monetaria: las operaciones de regulación mediante pases con títulos públicos tuvieron una magnitud muy limitada en el conjunto del año, y especialmente en su segunda parte. El incremento de los agregados monetarios se desaceleró con respecto a 1991, pero siguió siendo apreciablemente más rápido que el de los precios. Así, prosiguió la recuperación de los coeficientes de liquidez, si bien los niveles alcanzados eran todavía inferiores a los de algunos períodos de los años ochenta, cuando la tasa de inflación era más alta. Esto último sugería que las conductas dirigidas a reducir las tenencias de activos en moneda nacional,

desarrolladas en períodos de turbulencia económica, no se habían revertido por completo. De todos modos, el volumen del crédito intermediado por los bancos se elevó considerablemente en 1992; a ello contribuyeron no sólo el aumento de los depósitos en pesos y una ligera reducción en los encajes, sino también los fondos obtenidos por las entidades mediante la colocación de títulos en el mercado y el intenso crecimiento de los depósitos en dólares. De hecho, hacia fines del año esos depósitos representaban alrededor de dos terceras partes del agregado M2 en moneda nacional; asimismo, los préstamos en divisas constituyeron una proporción significativa del total.

El aumento en la oferta de crédito y la ampliación de los plazos de financiamiento jugaron nuevamente un papel determinante en la evolución macroeconómica en 1992. Las tasas de interés, aunque permanecieron nítidamente por arriba de las vigentes en los mercados internacionales, disminuyeron con respecto a los valores observados en el período inicial del programa de convertibilidad. En esto actuaron probablemente expectativas más definidas con respecto al mantenimiento del tipo de cambio --al margen del breve sobresalto en el mercado de divisas en noviembre-- y la fluidez de los ingresos de capital desde el exterior. Esta se mantuvo a lo largo del año, si bien en la segunda parte se observó un cierto aumento en las medidas de "riesgo país" (calculadas en base a los diferenciales de rendimientos entre bonos nacionales y extranjeros de características similares de plazo y moneda de denominación) y en las tasas de interés internas. Ello dio lugar a caídas en la cotización de los bonos, y repercutió también (junto con una revisión de las muy optimistas expectativas anteriores acerca de la tendencia del mercado) en los precios de las acciones, que disminuyeron en forma significativa. De todos modos, hacia fines del año el movimiento a la baja parecía haberse interrumpido y, en términos más generales, se percibían signos de que los mercados financieros se descomprimirían nuevamente.

A lo largo de 1992 se mantuvo una brecha apreciable entre las tasas de interés activas y pasivas, y el costo del crédito fue marcadamente distinto para diferentes categorías

de tomadores. En promedio, los intereses sobre préstamos bancarios siguieron siendo elevados, especialmente en comparación con el muy leve incremento en los precios mayoristas. Por contraste, algunas empresas efectuaron ventas de títulos (en el país y en el exterior) por montos significativos, con retornos mayores que los internacionales, pero inferiores a aquéllos demandados por los bancos locales. La segmentación de los mercados financieros y la magnitud de los costos de intermediación fueron temas de preocupación. El Banco Central trató de inducir la baja del costo del crédito, incrementando los requisitos de capital para los bancos que aplicaran tasas elevadas sobre sus préstamos, y fijando un tope sobre las tasas cobradas por bancos oficiales.

Dentro del lapso de un par de años, la economía mostró cambios considerables. La abrupta caída de la inflación satisfizo una difundida demanda por estabilidad, y tuvo efectos claramente observables al facilitar el cálculo económico y alargar el horizonte de las decisiones. Aunque las turbulencias pasadas todavía dejaban rastros en las conductas, se percibía que la evolución a corto plazo del nivel general de precios había dejado de ser una preocupación crítica para los agentes. Al margen del aporte proveniente de los ingresos por la venta de activos del gobierno en un período de transición, y de las presiones que aún actuaban sobre la política fiscal, la capacidad de administración de las finanzas públicas se reforzó visiblemente, y parecía existir una generalizada coincidencia en que el equilibrio presupuestario constituía un requisito crucial para mantener el sendero de la estabilización.

La brusca atenuación de la volatilidad macroeconómica, las reformas inducidas por las políticas y la mayor predisposición de los operadores internacionales a colocar fondos en la región modificaron las condiciones de funcionamiento de la economía. Una de las consecuencias fue un rápido aumento en el consumo, estimulado por el propio aumento del ingreso agregado y por la mayor disponibilidad de crédito. Por otro lado, revivió la inversión,

y se notaban cambios difundidos en la gestión de las empresas, tendientes a reducir costos y mejorar su capacidad de competencia.

Al mismo tiempo, la configuración macroeconómica a fines de 1992 daba lugar a interpretaciones distintas. Desde ciertas perspectivas, se juzgaba que había síntomas de un excesivo gasto doméstico agregado, con una estructura de precios que no daba señales confiables para la asignación de recursos productivos. Esta lectura enfatizaba signos como el déficit comercial, el crecimiento de los precios relativos de los bienes no transables y las dificultades de algunos sectores ligados al comercio exterior. Desde una posición diferente, se apuntaba hacia signos de un crecimiento tendencial en la oferta: la mayor inversión --tal vez orientada especialmente hacia sectores productores de no transables, como varios recientemente privatizados, pero no concentrada exclusivamente en éstos-- y la reanimación del "ánimo de empresa", que daría lugar a aumentos generalizados de productividad. En esta visión, la recuperación observada en la actividad no constituía un fenómeno cíclico, sino que marcaba el inicio de una onda más permanente; los desplazamientos de precios relativos habrían respondido a grandes rasgos a un ajuste de equilibrio a nuevas condiciones. En todo caso, al margen de esas diferencias de lectura, había bastante consenso en que para consolidar el movimiento expansivo hacía falta un aumento continuado de la inversión, con un mayor énfasis en el ahorro local --de modo de ir reduciendo los requerimientos de financiamiento externo-- y una dinamización de las exportaciones.

La capacidad para sostener el nivel del gasto interno y para definir un sendero de crecimiento apoyado en una mayor competitividad de la producción doméstica fue sin duda uno de los temas cruciales en discusión. Al mismo tiempo, al reducirse marcadamente la inestabilidad macroeconómica a corto plazo, se ponía el foco sobre cuestiones que en el pasado habían quedado fuera del centro de la atención pública ante las urgencias de la coyuntura. Entre ellas se contaban el funcionamiento y la evolución probable del mercado de trabajo y la provisión de servicios esenciales como salud y educación.

II. La evolución de la actividad económica

1. Las tendencias de la oferta y la demanda globales

La oferta global de bienes y servicios se elevó en 1992 en cerca de un 13%. Esto resultó de una suba del 8.7% en el PBI, unida al alza de 63% en el volumen de las importaciones (véase el cuadro 2)¹. En el bienio 1991-1992, las mayores importaciones dieron cuenta de cerca de un tercio del alza en la oferta total, que acumuló un 26%. Como consecuencia de estos aumentos, la disponibilidad total de bienes y servicios, así como sus componentes de origen nacional e importado considerados individualmente, superaron por primera vez a los máximos anteriores, alcanzados en 1980.

Desde el punto de vista del gasto, se destacó el fuerte incremento de la demanda interna (14% en 1992, y más de 30% en el bienio). El consumo creció a gran velocidad: un 11% en 1992; los niveles alcanzados superaban en 25% a los de dos años atrás². La demanda de las familias se vio estimulada de varias maneras: por la propia reactivación -- que, en el agregado, probablemente generó también una revisión hacia arriba de las expectativas de ingresos futuros--por la expansión del crédito, que se prolongó en 1992, y por la caída en los precios relativos de los bienes durables de consumo; en algunos casos, éstos se abarataron incluso en términos nominales.

¹Estos comentarios, y los que siguen, se basan en las estimaciones de las cuentas nacionales recientemente publicadas, que cubren el período 1980-1992. Los nuevos cálculos incorporan no sólo un cambio de base (a 1986) para las estimaciones a precios constantes, sino también diversas modificaciones metodológicas con respecto a las series anteriormente disponibles. Aunque la re-estimación no cambia sustancialmente la forma de las fluctuaciones de la actividad que se obtenía de los datos antiguos, los niveles medidos para el PBI y otros agregados son apreciablemente más altos que los que surgían de los cálculos previos. Por otro lado, los valores de algunos coeficientes macroeconómicos resultan bastante diferentes cuando se los mide según la nueva metodología. En particular, la tasa de inversión es más elevada, en toda la serie, que en el cálculo anterior, debido a que la nueva estimación capta cantidades más altas -- por la incorporación de obras no permisadas y el re-cálculo de la producción nacional de maquinarias y equipos-- y, en promedio, valúa las construcciones a precios superiores.

²Las cifras sobre el consumo posteriores a 1988 incluyen a la variación de existencias. Por lo tanto, esos datos no reflejan estrictamente los movimientos en el consumo propiamente dicho, y no son comparables con los que se refieren al período previo. Si, como es presumible, en 1992 se registró una acumulación de inventarios, el incremento en el consumo habría sido menor que el que muestran las estimaciones. Sin embargo, la evidencia cualitativa sugiere que tanto en 1991 como en 1992 hubo una suba considerable en el consumo privado.

Cuadro 2
ARGENTINA. OFERTA Y DEMANDA GLOBALES (a)

	Miles de pesos a precios de 1986				Composición porcentual		Tasas anuales de crecimiento			
	1989	1990	1991	1992	1980	1992	1989	1990	1991	1992
Oferta Global	9942,7	9952,1	11130,3	12562,2	111,9	112,6	-6,9	0,1	11,8	12,9
Producto bruto interno a precios de mercado	9424,3	9430,4	10270,0	11158,7	100,0	100,0	-6,2	0,1	8,9	8,7
Importaciones de bienes y servicios	518,4	521,7	860,3	1403,5	11,9	12,6	-18,1	0,6	64,9	63,1
Demanda Global	9942,7	9952,1	11130,3	12562,2	111,9	112,6	-6,9	0,1	11,8	12,9
Demanda interna	8952,6	8775,0	10050,4	11476,2	104,9	102,8	-8,2	-2,0	14,5	14,2
Inversión bruta interna	1483,5	1336,1	1671,9	2188,8	26,6	19,6	-24,4	-9,9	25,1	30,9
Consumo total	7469,1	7438,9	8378,5	9287,4	78,3	83,2	-4,1	-0,4	12,6	10,8
Exportaciones de bienes y servicios	990,1	1177,1	1079,9	1086,0	7,0	9,7	6,3	18,9	-8,3	0,6

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

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

Tal como había sucedido en el año anterior, el alza del consumo total en 1992 fue mayor en términos absolutos que la del PBI. Así, el ahorro bruto interno a precios constantes se redujo hasta el valor más bajo desde 1980. (Dado que el ahorro del sector público aumentó, esa evolución obedeció al comportamiento del sector privado). En parte, ello se vio compensado por un menor peso de las remuneraciones devengadas de factores del exterior (ante la caída de la tasa de interés aplicable sobre los pasivos externos), aunque los muy bajos términos del intercambio de bienes y servicios repercutieron negativamente sobre el ingreso nacional. Como resultado neto de estas influencias, el ahorro nacional a precios constantes habría sido algo superior al de 1991, aunque menor que los ya reducidos valores de 1990. Por otro lado, el coeficiente de ahorro nacional/PBI en 1992 podía estimarse en alrededor del 13%, prolongando su tendencia declinante. (véase el cuadro 4)³.

como es presumible, en 1992 se registró una acumulación de inventarios, el incremento en el consumo habría sido menor que el que muestran las estimaciones. Sin embargo, la evidencia cualitativa sugiere que tanto en 1991 como en 1992 hubo una suba considerable en el consumo privado.

³Las series sobre el ingreso y el ahorro nacionales comentadas en el texto se basan en un cálculo de las remuneraciones de factores del exterior según las estadísticas tradicionales del balance de pagos, que registran de modo parcial el retorno de los activos en moneda extranjera de residentes. Según estimaciones recientes de la Secretaría de Programación Económica del Ministerio de Economía, estos flujos habrían alcanzado una magnitud significativa (véase el capítulo III). Utilizando estos datos revisados para el saldo de los servicios financieros, el ahorro nacional a precios constantes aparece más alto (y, consecuentemente, el ahorro externo más bajo) en el conjunto del período: el coeficiente medio para el intervalo 1980-1992 habría sido de cerca de 19% del PBI, comparado con un 16.5% en el cálculo con cifras no corregidas. De todos modos, la evolución en los últimos años resulta similar en ambas series: según los datos revisados, entre 1990 y 1992 el coeficiente de ahorro nacional habría disminuido en 4.5 puntos del Producto, y el ahorro externo habría pasado de -4.8% del PBI a un 5.1% (véanse nuevamente los cuadros 4 y 4bis).

Cuadro 3

ARGENTINA. PRODUCTO BRUTO INTERNO POR CLASE DE ACTIVIDAD ECONOMICA, A PRECIOS DE MERCADO (a)

	Miles de pesos a precios de 1986				Composición porcentual		Tasas anuales de crecimiento			
	1989	1990	1991	1992	1980	1992	1989	1990	1991	1992
Producto Bruto Interno	9424,3	9430,4	10270,0	11158,7	100,0	100,0	-6,2	0,1	8,9	8,7
Bienes	3954,7	4024,4	4432,7	4770,1	45,5	42,7	-9,6	1,8	10,1	7,6
Agricultura	753,2	838,2	871,6	872,2	6,9	7,8	-9,2	11,3	4,0	0,1
Minería	238,7	252,1	237,6	257,0	2,3	2,3	3,5	5,6	-5,8	8,2
Industria manufacturera	2461,2	2511,5	2810,8	3017,0	28,1	27,0	-7,1	2,0	11,9	7,3
Construcción	501,6	422,6	512,7	623,9	8,2	5,6	-24,4	-15,7	21,3	21,7
Servicios básicos	679,4	674,1	699,5	766,0	5,5	6,9	0,8	-0,8	3,8	9,5
Electricidad, gas y agua	182,1	198,0	202,6	213,5	1,5	1,9	-4,8	8,7	2,3	5,4
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	497,3	476,1	496,9	552,5	4,0	5,0	3,0	-4,3	4,4	11,2
Otros servicios	4783,9	4778,5	5133,5	5514,2	49,0	49,4	-3,8	-0,1	7,4	7,4
Comercio, restaurantes y hoteles	1437,6	1464,0	1705,3	1862,5	17,9	16,7	-10,1	1,8	16,5	9,2
Finanzas, seguros y servicios prestados a las empresas	1443,5	1410,3	1551,5	1756,5	14,3	15,7	-3,4	-2,3	10,0	13,2
Servicios comunales, sociales y personales	1902,8	1904,2	1876,7	1895,2	16,8	17,0	1,2	0,1	-1,4	1,0
Otros (b)	6,3	-46,6	4,3	108,4	0,0	1,0	.	.	.	.

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

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

(b) Representa una cuenta de ajuste, que incluye (sumando) a los impuestos a la importación y (restando) a los servicios financieros imputables como consumo intermedio.

Es decir que el incremento de la inversión en el último bienio tuvo como contrapartida agregada a un mayor ahorro externo, que pasó de un valor negativo del orden del 1.8% del PBI en 1990 al 6.7% en 1992.

La inversión se incrementó por segundo año consecutivo, esta vez en un 31%. De hecho, la formación de capital fue, con holgura, el componente de la demanda que se elevó a mayor velocidad, en 1992 y también considerando al bienio en su conjunto. La intensa recuperación alcanzó tanto a las construcciones como a las compras de equipos de producción; en el caso de estos últimos, fue especialmente abrupto el aumento en la incorporación de bienes de origen importado. De cualquier modo, si bien el volumen de la inversión total fue el más alto en diez años, no alcanzó todavía a retomar las cifras de comienzos de la década anterior.

El mercado de las construcciones privadas se había reanimado notablemente en 1991, lo que se reflejó en una rápida suba de precios y en una recuperación significativa en los volúmenes de edificación. En 1992, la demanda se mantuvo en niveles mucho más altos que en los años previos (aunque en la segunda mitad del período se observó un cierto debilitamiento, que dio lugar a mermas en los precios de venta con respecto a los máximos recientes). En este mercado tuvieron particular importancia el menor atractivo de las colocaciones en divisas y la reaparición del crédito de origen privado dirigido al sector. El financiamiento parece haberse destinado en proporción apreciable a las edificaciones de elevado valor unitario, en condiciones de tasas y plazos que todavía eran más gravosas de lo que es común en economías estables, pero que contrastaban netamente con la inexistencia de crédito observada en el país en contextos de alta inflación.

La inversión en instalaciones y equipos de producción también mostró un comportamiento expansivo, debido al mayor dinamismo del sector privado. Al parecer, hubo una intensa actividad de inversión en emprendimientos recientemente privatizados, en especial en sectores como el de las telecomunicaciones.

Cuadro 4

ARGENTINA. INGRESO NACIONAL, AHORRO E INVERSION (a)

(Unidades: % del PBI, a precios constantes de 1986)

Año	PBI	Efecto términos del in- tercam- bio	Pagos netos a factores (b)(c)	Ingreso bruto nacional (c)	Consumo	Ahorro nacio- nal (c)	Ahorro exter- no (c)	Balance comercial bienes y servicios	Inver- sión bruta inter- na
1980	100,0	2,3	-1,5	100,8	78,3	22,5	4,1	-4,9	26,6
1981	100,0	3,1	-3,7	99,4	80,2	19,2	4,4	-3,8	23,6
1982	100,0	1,2	-5,2	96,0	78,1	17,9	2,5	1,5	20,4
1983	100,0	1,4	-6,1	95,3	78,4	16,9	2,6	2,1	19,5
1984	100,0	2,2	-6,4	95,8	79,9	15,9	2,6	1,6	18,5
1985	100,0	1,3	-6,2	95,1	79,8	15,2	1,1	3,9	16,3
1986	100,0	0,0	-4,6	95,4	80,7	14,7	2,7	1,8	17,5
1987	100,0	-0,3	-4,2	95,5	79,7	15,8	3,8	0,7	19,5
1988	100,0	0,7	-4,7	96,0	77,5	18,5	1,1	3,0	19,5
1989	100,0	1,3	-6,2	95,1	79,3	15,9	-0,1	5,0	15,7
1990	100,0	0,6	-5,8	94,8	78,9	15,9	-1,8	6,9	14,2
1991	100,0	-0,3	-4,9	94,8	81,6	13,2	3,0	2,1	16,3
1992	100,0	-0,2	-3,6	96,2	83,2	13,0	6,7	-2,8	19,6

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

(a) Estimaciones sujetas a revisión.

(b) Deflactados por el índice de precios de las importaciones.

(c) Cifras basadas en las estimaciones tradicionales del balance de pagos elaboradas por el Banco Central.

La tendencia a la incorporación de capital en la provisión de servicios antes producidos por el sector público parecía capaz de prolongarse en el tiempo, ante la percepción de oportunidades con buenos retornos presentes y esperados y la ausencia de fuertes restricciones de financiamiento para las nuevas empresas.

Dentro de la industria manufacturera se registró asimismo una significativa recuperación de las inversiones en el bienio 1991-1992. Según los datos parciales disponibles, una porción importante de los gastos en activos fijos del sector manufacturero durante este último año se habría concentrado en la refinación de petróleo, la industria química y la fabricación de autopartes y vehículos. En términos generales, en el conjunto de la industria parece haber habido una difundida actividad en la realización de inversiones selectivas, dirigidas principalmente a reducir costos. Este tipo de inversiones, que habría sido acompañado por cambios organizacionales al interior de empresas y plantas, se asoció probablemente con las mayores presiones competitivas --de origen tanto interno como externo-- y con el abaratamiento relativo de los bienes de capital. Es decir que las decisiones de compras de equipos habrían sido parte de estrategias de adaptación a nuevas condiciones, generadas en particular por la apertura comercial, que inducían a las firmas a incrementar su productividad --dado que no podían operar con márgenes unitarios tan altos como en el pasado-- y al mismo tiempo las hacían cautelosas frente a la opción de elevar fuertemente el tamaño de sus instalaciones.

El vuelco dado por el saldo del comercio exterior fue de magnitud apreciable. A precios constantes, el balance en bienes y servicios reales varió de un 7% del PBI en 1990 (una magnitud extraordinariamente alta, aun para los patrones de la década anterior) a una cifra negativa de algo menos de un 3% del PBI en 1992: el volumen de las exportaciones tuvo un leve descenso en el bienio, a partir de niveles elevados, mientras que las importaciones crecieron hasta superar los máximos históricos. La reversión del balance comercial en términos del PBI aparece menos marcada sobre los datos en valores corrientes dados los menores precios relativos de los bienes exportables e importables.

Cuadro 4. Bis

ARGENTINA. INGRESO NACIONAL, AHORRO E INVERSION (a)

(Unidades: % del PBI, a precios constantes de 1986)

Año	PBI	Efecto términos del in- tercam- bio	Pagos netos a factores (b)(c)	Ingreso bruto nacional (c)	Consumo	Ahorro nacio- nal (c)	Ahorro exter- no (c)	Balance comercial bienes y servicios	Inver- sión bruta inter- na
1980	100,0	2,3	-0,9	101,4	78,3	23,1	3,5	-4,9	26,6
1981	100,0	3,1	-1,6	101,5	80,2	21,3	2,3	-3,8	23,6
1982	100,0	1,2	-2,2	99,0	78,1	20,9	-0,5	1,5	20,4
1983	100,0	1,4	-3,1	98,3	78,4	19,9	-0,4	2,1	19,5
1984	100,0	2,2	-3,1	99,1	79,9	19,2	-0,7	1,6	18,5
1985	100,0	1,3	-3,4	97,9	79,8	18,0	-1,8	3,9	16,3
1986	100,0	0,0	-2,5	97,5	80,7	16,8	0,6	1,8	17,5
1987	100,0	-0,3	-2,2	97,5	79,7	17,8	1,8	0,7	19,5
1988	100,0	0,7	-2,4	98,2	77,5	20,7	-1,2	3,0	19,5
1989	100,0	1,3	-3,4	97,9	79,3	18,7	-2,9	5,0	15,7
1990	100,0	0,6	-2,7	97,9	78,9	19,0	-4,8	6,9	14,2
1991	100,0	-0,3	-2,5	97,3	81,6	15,7	0,6	2,1	16,3
1992	100,0	-0,2	-2,0	97,7	83,2	14,5	5,1	-2,8	19,6

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

(a) Estimaciones sujetas a revisión.

(b) Deflactados por el índice de precios de las importaciones.

(c) Cifras basadas en una re-estimación del balance de pagos realizado por la Secretaría de Programación Económica del Ministerio de Economía, que modifica la serie de servicios financieros de esa estadística. (Véase el Capítulo III de esta Nota).

En este sentido, a lo largo del período 1980-1992 se pueden observar agudas fluctuaciones en el poder de compra del producto interno sobre los bienes y servicios que participan del comercio exterior. En 1992, el PBI deflactado por el índice de precios implícitos en las exportaciones era el más alto de la serie, y un 65% mayor que en el promedio de los años 1980-1990. Deflactando por los precios implícitos de las importaciones, el indicador análogo de poder de compra correspondiente a 1992 era sólo superado por el de 1980 (que había sido 11% más alto) y resultaba 50% más elevado que el del promedio 1980-1990. La comparativamente alta capacidad adquisitiva de los ingresos domésticos en relación a los bienes y servicios transables estimulaba la demanda de esos productos. En el corto plazo, ese poder de compra se apoyaba en los cambios operados en las condiciones macroeconómicas y en el mucho mayor financiamiento externo. Con un horizonte más largo parecía importante que se generaran aumentos de productividad significativos, a efectos de validar las decisiones basadas en las señales presentes, y evitar así oscilaciones de cantidades y precios relativos.

2. La evolución de los principales sectores

El incremento del producto en 1992 alcanzó a todos los grandes agregados de actividades¹: los sectores productores de mercancías crecieron un 7.6% (y acumularon un

¹Las cifras sobre el PBI corresponden al concepto de valor agregado a precios de mercado. Dado que al efectuar las estimaciones no fue posible distribuir sectorialmente la utilización de servicios financieros (que se agregarían al valor de los insumos) y el pago de impuestos sobre la importación (que se sumarían como impuestos indirectos para configurar el producto a precios de mercado) las cifras por sector constituyen aproximaciones; en las series publicadas por el Banco Central se ha incluido una cuenta de ajuste, que incorpora esos dos items. En 1992, el agregado de los productos sectoriales (sin ajustar) registra un aumento del 7.6%; el efecto positivo de la cuenta de ajuste hace que el producto total se eleve en 8.7%.

18.5% de alza en el bienio 1991/1992), los servicios básicos un 9.5% y los demás servicios un 7.4% (véase el cuadro 3).

Aun cuando su nivel de actividad registró un incremento significativo, la contribución de los sectores de mercancías a la variación del producto total en 1992 (y en el bienio tomado en conjunto) fue menor de lo que venía siendo típico: esos sectores dieron cuenta de 38% del cambio en el PBI (43% en el bienio) en comparación con cerca del 50% en el promedio de las fases cíclicas (medidas sobre datos anuales) ocurridas desde 1980. Se destacó el incremento superior al 20% de la construcción (que acumuló casi un 50% en 1991/92). Sin embargo, dados los deprimidos niveles de partida, ésta fue la única entre las grandes ramas de actividad (junto con los servicios personales y de gobierno) cuyo producto no alcanzó a superar sus anteriores valores máximos. Por su parte, el producto agropecuario permaneció prácticamente fijo, luego de dos años con apreciables aumentos.

La industria manufacturera registró una cierta desaceleración, pero de todos modos volvió a expandirse a intenso ritmo, como respuesta a las mayores ventas internas. El incremento del PBI sectorial acumulado en dos años, del 20%, fue mayor que en cualquier otra fase expansiva posterior a 1980. No obstante, esa tasa de aumento fue de un orden de magnitud similar a la del producto total, cuando usualmente el sector manufacturero tendió a variar con mayor intensidad (la elasticidad/PBI del producto industrial en el intervalo 1980-1990 fue cercana a 1.5).

Todas las actividades de servicios aumentaron su producto en 1992. El mayor volumen de transacciones en bienes de origen nacional e importado repercutió en los sectores de comercio y transporte, cuyos índices de producción se elevaron en un 9% y un 11% respectivamente. También se registró un fuerte incremento en el producto de las actividades financieras, mientras que los servicios personales y sociales registraron un leve crecimiento (véase nuevamente el cuadro 3).

2.1 El sector agropecuario

El volumen de la cosecha de granos en la campaña 1991/1992 superó en un 6.7% a lo recolectado en el anterior ciclo agrícola. El incremento se debió principalmente a la mayor producción de maíz, que volvió a sus niveles históricos después de dos campañas con reducidas cosechas. Asimismo, la producción de soja mantuvo su tendencia creciente. Ello permitió compensar las caídas registradas en otros granos como el trigo y el girasol (véase el cuadro 5). Esos resultados se obtuvieron con un área sembrada menor para el conjunto de los principales cultivos: el alza de los rendimientos fue generalizada en los cereales, y alcanzó también a la soja. En la campaña 1992/1993 el área sembrada con los principales granos permaneció cerca de los niveles anteriores: volvió a disminuir la siembra de trigo, pero aumentó la de maíz y se mantuvo la de girasol y soja. Se esperaba una cosecha total similar a la del año anterior, con rendimientos promedio algo superiores.

Considerando el año en su conjunto, se observó una recuperación en el precio de exportación del trigo, que más que compensó una leve caída para el maíz: en el agregado, hubo un incremento de las cotizaciones internacionales de los productos agrícolas de la región pampeana, aunque manteniéndose en niveles históricamente bajos. Por otro lado, las modificaciones en tasas y reembolsos para exportación aplicadas desde noviembre dieron lugar a un leve aumento en los tipos de cambio efectivos. En términos generales, durante 1992 hubo una mejora en el poder de compra de los granos en relación a insumos agrícolas como el gasoil y los agroquímicos. Sin embargo, la rentabilidad de la agricultura pampeana constituyó un tema de preocupación; los incrementos de costos en servicios, mano de obra e impuestos, unidos al deslizamiento de los precios de la canasta de consumo, habrían afectado particularmente a las explotaciones de menor tamaño.

Los precios relativos del ganado vacuno con respecto a los bienes industriales y agrícolas se ubicaron por encima de los promedios históricos, aunque la relación de precios entre el novillo y el trigo declinó frente a los elevados valores del año anterior (véase el cuadro 6). En 1992 parecen haber aumentado las existencias ganaderas, a cerca de 53 millones de cabezas, mientras que se redujo el volumen de la faena. El consumo por habitante de carne vacuna disminuyó a 66 kilogramos por año, el valor más bajo en una década. Un hecho significativo para la actividad ganadera fue la realización de progresos en el control de la aftosa, lo que permitiría ir ampliando los mercados de exportación.

Cuadro 5

ARGENTINA. SUPERFICIE SEMBRADA Y PRODUCCION AGRICOLA

	Superficie sembrada (a) (millones de hectáreas)					Producción (a) (millones de toneladas)				
	Promedio 1983/84 1987/88	1989/90	1990/91	1991/92	1992/93 (b)	Promedio 1983/84 1987/88	1989/90	1990/91	1991/92	1992/93 (b)
Cereales	14,1	11,9	12,4	9,9	11,1	27,1	18,1	21,7	24,6	25,9
Principales cereales	10,9	8,7	9,2	8,2	8,3	25,7	17,3	21,0	23,5	24,0
Trigo	5,8	5,7	6,2	4,7	4,5	10,6	10,3	11,0	10,0	9,8
Sorgo	1,6	0,8	0,8	0,8	0,8	4,7	2,0	2,3	2,8	2,9
Maíz	3,5	2,2	2,2	2,7	3,0	10,4	5,0	7,7	10,7	11,3
Oleaginosos	6,7	8,7	8,2	9,0	7,7	11,2	15,2	15,7	15,3	14,4
Lino	0,7	0,6	0,6	0,4	0,2	0,6	0,5	0,5	0,3	0,2
Girasol	2,3	2,8	2,4	2,7	2,2	3,0	3,8	4,0	3,4	2,8
Soja	3,5	5,1	5,0	5,7	5,2	7,4	10,7	10,9	11,3	11,2
Maní	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2
Total cultivos anuales	21,8	20,6	20,6	18,8	18,9	38,3	33,3	37,4	39,9	40,3

FUENTE : Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca.

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

(b) Cifras preliminares o estimadas.

La producción de cultivos no pampeanos evolucionó en forma heterogénea. Se registraron caídas en la cosecha de las principales frutas, la caña de azúcar y el algodón; en cambio, aumentaron las cantidades obtenidas de tabaco y uva para vinificar.

2.2 La minería

La producción de petróleo aumentó en un 12.9%, a cerca de 32 millones de metros cúbicos (véase el cuadro 7). La elaboración de derivados creció en menor proporción; como consecuencia, se incrementaron fuertemente las exportaciones de crudo.

Más de la mitad del volumen de petróleo producido en 1992 se originó en áreas explotadas por empresas concesionarias, en comparación con un 27% en 1991; el aumento en la participación privada se correspondió con una menor extracción realizada por la empresa estatal YPF, tanto por administración directa como (en especial) a través de contratistas. En este sentido, durante 1992 se efectuaron 27 concesiones de áreas petroleras, y se realizaron 4 contratos de asociación. Para 1993, estaba prevista la venta de una porción significativa del paquete accionario de YPF. Por otro lado, el gobierno anunció que otorgaría en concesión áreas gasíferas en la cuenca neuquina, la más importante del país.

2.3 El sector manufacturero

El crecimiento en el producto de la industria manufacturera prolongó, a un ritmo algo menos rápido, el movimiento expansivo registrado durante el año anterior. Esta evolución estuvo marcada por un fuerte aumento de la demanda interna de bienes industriales: junto con la mayor producción local se observó una pequeña variación en las exportaciones del sector y una abrupta alza en las importaciones. Por otro lado, hubo un apreciable abaratamiento relativo de los artículos manufacturados en términos del conjunto de bienes y servicios. De esta forma, si bien la participación de la industria en el PBI a precios constantes fue

Cuadro 6

ARGENTINA. INDICADORES DE LA GANADERIA VACUNA

Período	Existencias (millones de cabezas)	Faena total	Tasa de extracción (a) (%)	Rendimientos (kg limpios por cabeza)	Proporción de hembras en la faena tipificada (b) (%)	Consumo per cápita kg/hab/año	Precios del novillo relativos a:	
							Precios industriales (c) (Indices, 1983=100)	Precios del trigo (d)
1983	53,8	11,4	21,2	214,9	29,7	69,1	100,0	100,0
1984	54,4	12,2	22,4	209,0	32,2	76,5	100,2	107,7
1985	54,7	14,1	25,8	202,7	46,2	84,7	68,5	80,2
1986	52,5	13,8	26,3	203,9	45,6	89,0	97,0	109,8
1987	51,0	12,5	24,5	210,3	43,4	81,5	119,0	123,8
1988	50,5	12,0	23,8	216,3	39,5	77,7	94,1	83,6
1989	49,5	12,1	24,4	210,0	42,6	76,1	91,1	84,7
1990 (e)	50,3	12,4	24,7	216,0	40,6	71,3	71,8	87,3
1991 (e)	51,2	12,6	24,6	212,4	42,1	72,4	82,9	138,8
1992 (e)	53,0	11,8	22,3	212,6	41,5	65,7	98,7	123,2

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

(a) Faena del período como porcentaje de las existencias.

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

(c) El precio del novillo es la cotización promedio en el mercado de Liniers.

(d) 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.

(e) Cifras preliminares y proyecciones. La faena total para 1992 se estimó por extrapolación de la faena tipificada.

similar al promedio del período 1980-1990, el coeficiente análogo a precios corrientes se redujo a un 21%, el valor más bajo desde 1980.

La marcha de la actividad a lo largo de 1992 mostró un rápido aumento de la demanda y de la producción agregadas en los comienzos del año: la información disponible sugiere que durante el primer semestre el producto -corregido por estacionalidad-- habría crecido (entre puntas) a un ritmo anualizado superior al 15%. En la segunda parte del período, se debilitaron las ventas, y se desaceleró la producción. De hecho, el producto del cuarto trimestre habría sido inferior al del segundo. Sin embargo, en vistas del nuevo repunte observado en los primeros meses de 1993, ése habría sido un fenómeno transitorio, que no alcanzó a configurar una definida inflexión cíclica.

En el conjunto del año hubo nítidos contrastes en el comportamiento de las distintas ramas industriales. Un ejemplo de ello fue la divergencia entre las tasas de variación del volumen producido en dos industrias --usualmente consideradas afines-- como la automotriz y la siderúrgica: mientras que la cantidad de automotores fabricados se incrementó en casi un 90% (y fue 160% mayor que dos años atrás), la producción de laminados en caliente se redujo en 10%, prolongando la caída que se inició en 1990 (véase el cuadro 8). Esta diferencia resulta más notable si se tiene en cuenta que en ambos casos aumentó la demanda interna: el consumo aparente de acero en 1992 superó al de 1991 en más del 25% y al de 1990 en 80%.

Por cierto, la industria automotriz constituyó un caso particular, dado el régimen definido en 1991 para la operación del sector, que permitió a las empresas productoras de vehículos importar automotores ensamblados y componentes con un arancel reducido --lo cual debería compensarse con exportaciones de productos terminados o partes-- y estableció cupos --asignados por licitación-- para el ingreso al país de modelos no abastecidos por esas empresas. Este sistema especial para las importaciones de bienes del sector contribuyó a dirigir una buena parte de la demanda incremental de automóviles hacia la producción doméstica, si bien las compras al exterior se elevaron también en forma significativa. Por otro lado, aunque la industria automotriz aumentó sus exportaciones, no se alcanzaron los valores previstos. Ello se debió en parte al exceso de demanda que (con altibajos) prevaleció durante el año, y que se reflejó en demoras en las entregas al mercado.

Cuadro 7

ARGENTINA. INDICADORES DE LA PRODUCCION MINERA

	1989	1990	1991	1992 (a)
1. Producto bruto interno de la minería a precios de mercado (Miles de pesos a precios de 1986)	238,7	252,1	237,6	257,0
2. Producción de algunos minerales importantes				
Petróleo (millones de m3)	26,7	28,1	28,6	32,3
Carbón comerciable (miles de toneladas)	510,5	276,6	291,7	202,3
Gas natural inyectado (millones de m3)	18993,0	18272,7	18805,4	16648.6(b)

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

(a) Cifras provisorias.

(b) Cifras a octubre, tasas sobre datos acumulados de diez meses.

Tasas anuales de crecimiento

1989	1990	1991	1992
------	------	------	------

3,5	5,6	-5,8	8,2
-----	-----	------	-----

2,3	5,1	1,9	12,9
-----	-----	-----	------

-0,2	-45,8	5,5	-30,6
------	-------	-----	-------

6,3	-3,8	2,9	5,5
-----	------	-----	-----

En todo caso, la heterogeneidad en el comportamiento sectorial a lo largo de 1992 reflejó cambios ocurridos en los últimos años, que modificaron sustancialmente el marco en el que se desenvolvía la actividad industrial. Estas transformaciones repercutieron también al interior de cada rama de actividad, y en la propia operación microeconómica de las empresas.

Durante los años ochenta, y al margen de los altibajos cíclicos, la industria manufacturera enfrentó una demanda interna comprimida, con una limitada competencia de productos importados y una configuración de precios relativos que estimulaba dirigir el esfuerzo de ventas hacia el exterior. Asimismo, las condiciones de inestabilidad dificultaban el cálculo económico, y reducían la eficacia de la competencia de precios; es probable que las empresas hayan percibido generalmente incentivos para aplicar significativos "márgenes precautorios" en sus precios. Por otro lado, en ese período maduraron proyectos --algunos de los cuales habían contado con beneficios fiscales a través de diversos regímenes de promoción sectorial o regional-- en sectores productores de bienes intermedios de uso difundido (e.g. siderurgia, química, papel). Esos sectores pudieron incrementar sus exportaciones, de modo que no fueron alcanzados, o lo fueron menos que el promedio, por la generalizada contracción de la actividad.

La caída de la tasa de inflación, la reanimación de la demanda doméstica y los movimientos de precios relativos provocaron en un corto intervalo de tiempo modificaciones sustanciales en el sistema de incentivos para diferentes grupos de sectores y empresas. Así, por ejemplo, la extensión del crédito y la recuperación del ingreso agregado estimularon las ventas de bienes de consumo durable, que habían estado postergadas en los años previos. Esto se reflejó en mayores importaciones, pero también en abruptas alzas en la producción final de esta clase de bienes, que no fueron exclusivas a la industria automotriz, sino que se

Cuadro 8

ARGENTINA. INDICADORES DE LA PRODUCCION MANUFACTURERA

	1989	1990	1991	1992	Tasas anuales de crecimiento			
					1989	1990	1991	1992
1. Producto bruto interno de la industria manufacturera a precios de mercado (Miles de pesos a precios de 1986)	2461,2	2511,5	2810,8	3017,0	-7,1	2,0	11,9	7,3
2. Producción de algunas manufacturas importantes								
Hierro primario (miles de tons.) (a)	3336	2902	2322	1989	22,3	-13,0	-20,0	-14,3
Acero crudo (miles de tons.)	3875	3626	2973	2669	7,0	-6,4	-18,0	-10,2
Laminados terminados en caliente (miles de tons.) (b)	3063	2808	2562	2312	2,4	-8,3	-8,8	-9,8
Laminados planos en frío (miles de tons.) (c)	883	710	665	704	-9,7	-19,6	-6,3	5,9
Aluminio primario (miles de tons.)	164	166	168	153	4,3	1,2	1,2	-8,9
Cemento (miles de tons.) (d)	4442	3580	4386	5019	-26,1	-19,4	22,5	14,4
Papel (miles de tons.)	921	951	993	1026	-4,4	3,2	4,5	3,3
Acido sulfúrico (miles de tons.)	204	202	235	222	-20,9	-1,1	16,2	-5,4
Automotores (miles de unidades)	128	100	139	262	-22,1	-21,8	39,0	88,5
Tractores (unidades) (d)	4869	4545	3595	4076	-5,3	-6,7	-20,9	13,4
Heladeras (miles de unidades)	165	195	357	492	-16,2	18,2	83,1	37,8
Lavarropas (miles de unidades)	114	153	178	244	-13,0	34,2	16,3	37,1

FUENTE : Banco Central de la República Argentina y Oficina de la CEPAL en Buenos Aires sobre la base de datos del BCRA; Centro de Industriales Siderúrgicos; Asociación de Fábricas de Automotores; Asociación de Fábricas Argentinas de Tractores y otras fuentes.

(a) Incluye arrabio y hierro esponja.

(b) Incluye la producción destinada a la relaminación en frío.

(c) Cifras no sumables a la producción de laminados en caliente.

(d) Corresponde a despachos al mercado nacional y exportaciones.

extendieron a los electrodomésticos y los productos electrónicos (véase nuevamente el cuadro 8). Algo similar, aunque menos intenso, se observó en industrias proveedoras de la construcción, como la del cemento. Mientras tanto, ciertas ramas productoras de insumos de utilización masiva enfrentaron una fuerte competencia de las importaciones, y tuvieron un acceso menos fluido a los mercados externos, donde enfrentaron en ciertos casos precios internacionales en baja. De ahí que su producción se incrementara sólo levemente o incluso disminuyera. Otros sectores, como los productores de confecciones textiles y de algunos bienes de capital tuvieron también una performance poco dinámica, que para algunos llegó a implicar caídas en la producción.

Las adaptaciones microeconómicas a la nueva situación parecen haber tomado diversas formas. Muchas empresas hicieron un uso más intenso de bienes intermedios importados, en sustitución de los abastecidos localmente. Es decir que habría disminuido el grado de integración doméstica en las cadenas de insumo-producto. Por otro lado, se hizo más común la comercialización de bienes importados por parte de firmas industriales que, en ciertas instancias, concentraron su producción en una gama menos amplia de artículos. Las presiones competitivas más fuertes y el alargamiento del horizonte de previsibilidad macroeconómica parecen haber llevado, además, a una generalizada búsqueda de reducciones de costos. Esto, unido al menor precio relativo de los bienes de capital, se manifestó en una mayor incorporación selectiva de equipos --lo que, sin embargo, no tuvo el impulso de una onda de inversión en gran escala-- y en una poco activa demanda de trabajo: el empleo industrial agregado habría disminuido, pese a la suba en la producción. Al mismo tiempo, la evidencia cualitativa sugiere que muchas empresas encararon cambios en sus métodos de gestión, y habría habido una cantidad apreciable de operaciones de transferencia de propiedad o control, fusiones y acuerdos entre firmas, algunas de las cuales habrían tenido como perspectiva el desarrollo de actividades vinculadas con el Mercosur.

En términos generales, había signos de que se estaba operando una incipiente reconversión en las estrategias empresariales, uno de cuyos aspectos principales era la búsqueda de incrementos en la productividad. Quedaba por definirse cuál sería el efecto cuantitativo de estos esfuerzos en el agregado, y resultaba todavía difícil anticipar, más allá del corto plazo, cómo sería la configuración futura del sector, es decir cuáles serían las líneas de producción con especial potencial de crecimiento y hasta qué punto otras tendrían una actividad declinante.

2.4 La construcción

La edificación residencial se contó entre las actividades con más rápido incremento en 1991 y 1992, luego de haber atravesado un largo período de aguda contracción. La reactivación del sector se mostró en un ritmo más intenso de ejecución de las obras, y en un aumento en el volumen de las construcciones iniciadas. En 1992, la superficie de los permisos de construcción solicitados en el área metropolitana se elevó en 25% (y más que duplicó los valores de 1990). Por otro lado, la superficie media por permiso también se incrementó, lo que habría reflejado una mayor participación de las viviendas de gran tamaño (y, consecuentemente, de alto valor unitario) en las nuevas obras; entre las construcciones no residenciales cubiertas por esa estadística habrían pesado los centros comerciales.

En 1992 se sancionó una nueva carta orgánica del Banco Hipotecario Nacional, que quedó definido como una entidad mayorista. Este banco estableció un nuevo régimen de crédito basado en la emisión de títulos ("TIAVI") cuya tenencia por un determinado período permitiría a los particulares demandar financiamiento en función del monto que hubieran acumulado. Los préstamos de este sistema, que serían administrados por bancos minoristas, se otorgarían en dólares, a 15 años de plazo y a una tasa flotante ligada a la LIBOR.

En cuanto a las grandes obras públicas, la ejecución de la central hidroeléctrica de Yaciretá llegó a cerca del 70%, y estaba próxima a entrar en actividad la central de Piedra del Aguila.

2.5 Los servicios básicos

El volumen físico de la oferta de servicios básicos creció en un 9.5% en 1992: la provisión de electricidad, gas y agua se elevó en 5.4%, mientras que las ramas de transporte, almacenamiento y comunicaciones se expandieron en más del 11%. Más allá de estos resultados cuantitativos, asociados en buena medida con el incremento en el nivel de actividad agregado, la conformación de los mercados de servicios fue transformada drásticamente por las operaciones de privatización. Así, una parte muy significativa de los servicios antes prestados por entes del estado nacional pasaron a ser producidos por empresas bajo propiedad o control privado.

Este proceso fue rápido, y abarcó prácticamente a todos los sectores de este grupo de actividades. En 1992 el gobierno transfirió centrales de generación eléctrica, así como la distribución de energía en la región metropolitana. Asimismo, se otorgaron en concesión el transporte y la distribución de gas natural, y la provisión de agua. También, se efectuaron concesiones de ramales ferroviarios, que se agregaron a las concretadas previamente. Los servicios de telecomunicaciones ya habían sido privatizados; en 1992, el gobierno vendió su participación del 30% en una de las empresas del sector.

Al margen de sus efectos financieros, las privatizaciones tendrían previsiblemente diversos impactos sobre la actividad real. En términos generales, la calidad de los servicios públicos se había venido deteriorando, por demoras en las inversiones (e, incluso, en el mantenimiento de equipos) y por problemas de gestión. De ahí que existieran probablemente márgenes considerables para mejoras en las prestaciones, y oportunidades de inversión con alto rendimiento. De hecho, en algunos sectores (como en el de telecomunicaciones) se

estaban realizando gastos apreciables en nuevas instalaciones. Sin embargo, en lo inmediato, los precios de los servicios se mantenían elevados --en especial, en términos de bienes transables internacionalmente-- y no siempre se observaban cambios drásticos en la confiabilidad de la oferta. En todo caso, parecía claro que el precio y la calidad de los servicios básicos jugaría un papel importante en la determinación de la rentabilidad de diversas actividades productivas, en un contexto donde, para muchas de ellas, la permanencia o no en el mercado sería muy sensible a sus niveles de costos.

III. El sector externo

1. La evolución global y el financiamiento externo

La evolución del balance de pagos mostró cambios notables en un corto intervalo de tiempo. En 1992 se afirmaron tendencias observadas durante el año anterior, que implicaron una ruptura con respecto al comportamiento en períodos previos. Este quiebre se asoció con un rápido incremento de las importaciones, acompañado por una considerable acumulación de reservas; como contrapartida, se apreció un vuelco en los flujos financieros, reflejo de un viraje en la actitud de los tenedores de activos. Así, mientras en el intervalo 1982-1990 el país efectuó transferencias netas de recursos al exterior por un monto medio de más de 3000 millones de dólares al año, en 1992 el ingreso de capitales superó al déficit devengado por servicios financieros en unos 8000 millones de dólares. De hecho, el reflujo de fondos fue todavía más cuantioso si se tiene en cuenta el incremento de los depósitos en moneda extranjera en los bancos locales, que no se registra en el balance de pagos por considerarse una transacción entre residentes.

El cómputo de los servicios financieros y de los movimientos de capital es notoriamente difícil de realizar debido, en especial, a la escasez de mediciones directas acerca de las tenencias de activos de residentes y de los retornos obtenidos por éstos sobre colocaciones en el exterior. Por esta razón, las estadísticas tradicionales del balance de pagos computan, por ejemplo, el total de la emisión de algunos títulos en divisas (e.g. los bonos externos) como entradas de capital, cuando una parte queda como propiedad de residentes, e incorporan una porción probablemente limitada de los intereses y utilidades percibidos fuera del país. De acuerdo con estas estimaciones, la Argentina habría registrado en el promedio del período 1982-1990 un déficit en cuenta corriente cercano a los 1800 millones de dólares anuales, mientras que en 1991 y 1992 las cifras correspondientes ascenderían a 2800 y 8300 millones de dólares respectivamente. La variación del saldo de la cuenta corriente en 1992 obedeció al comportamiento de las transacciones en mercancías, dado que el déficit de las cuentas de servicios fue más bajo que en el año anterior (véase el cuadro 9).

Cuadro 9

ARGENTINA: BALANCE DE PAGOS

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Millones de dólares						
CUENTA CORRIENTE	-4238	-1572	-1294	1904	-2827	-8305
Saldo mercancías	540	3810	5374	8276	3703	-2630
Exportaciones FOB	6360	9134	9573	12353	11978	12240
Importaciones CIF	5820	5324	4199	4077	8275	14870
Saldo servicios reales	-285	-255	-254	-321	-925	-1054
Saldo servicios financieros	-4485	-5127	-6422	-6122	-5634	-4589
Utilidades y dividendos	-558	-660	-664	-635	-805	-850
Intereses netos	-3927	-4467	-5758	-5487	-4829	-3739
Intereses pagados	-4145	-4678	-6023	-5767	-5208	-4178
Intereses ganados	218	211	265	280	379	439
Transferencias	-8	0	8	71	29	-32
CUENTA CAPITAL	3184	3471	-356	141	5540	12397
Inversión directa (a)	-19	1147	1028	2008	2439	4693
Crédito comercial	-492	-693	-2228	451	1612	3429
Fondo Monetario Internacional	614	18	-485	-185	-516	131
Otros org. Internacionales	733	386	414	489	312	-207
Atrasos	39	2344	2927	1912	1788	884
Bonos y otros préstamos financ.	2309	269	-2012	-4534	-95	3467
ERRORES Y OMISIONES	-222	-88	-45	219	-125	-57
BALANCE GLOBAL (b)	-1276	1811	-1695	2264	2588	4035
FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT	1276	-1811	1695	-2264	-2588	-4035
Ajustes de valuación	170	-27	-5	74	167	-300
Variación de reserva (c) (- significa aumento)	1106	-1784	1700	-2338	-2755	-3735

FUENTE : Oficina de la CEPAL en Buenos Aires sobre la base de datos del BCRA.

(a) Incluye privatizaciones.

(b) Suma de la cuenta corriente, la cuenta capital y los errores y omisiones.

(c) Incluye oro, divisas, colocaciones en divisas y DEG. En 1990 y 1991, el oro está valuado en el mercado de Londres al día de cierre.

Un cálculo reciente¹, ha ensayado una revisión de los datos que implica, en particular, cambios en la estimación de los intereses percibidos en el exterior por el sector privado y del saldo en concepto de utilidades y dividendos. Estas modificaciones reducen el balance negativo de la cuenta de servicios financieros en un promedio anual de 2800 millones de dólares para el intervalo 1980-1992 (la magnitud del ajuste fluctúa entre 740 millones de dólares para 1980 y 3400 para 1990, con valores para los demás años dentro del rango entre 2200 y 3300 millones de dólares). Según tales estimaciones, el país habría generado un superávit en cuenta corriente durante 1982-1990, de unos 1000 millones de dólares anuales en promedio, mientras que para 1992, el déficit habría sido de 6200 millones de dólares (véase el cuadro 9bis)².

Por cierto, el empleo de uno u otro conjunto de series influye sobre la lectura de la experiencia histórica. Así, por ejemplo, la información revisada indicaría que entre 1982 y 1990, cuando la deuda externa constituyó una preocupación crítica, hubo al mismo tiempo una acumulación neta de activos contra el exterior, dada por el saldo negativo acumulado de los movimientos de capital. De ahí que, a efectos de interpretar la evolución macroeconómica en ese período, los ajustes introducidos a las cifras tiendan a dirigir la atención --en mayor medida aún de lo que lo hacían los datos tradicionales-- hacia las decisiones de cartera y hacia el problema de la "transferencia interna" entre el sector público (deudor neto frente al exterior) y el sector privado (acreedor neto en montos crecientes).

De todos modos, cualquiera sea la información utilizada, los rasgos salientes de los cambios operados en los últimos años aparecen con cierta claridad.

¹Véase Ministerio de Economía: Argentina en Crecimiento 1993-1995, Tomo II: Proyecciones Macroeconómicas y Programa de Inversiones, Buenos Aires, Mayo 1993.

²Puede notarse que, como las estimaciones comentadas modifican sólo a los rubros de servicios financieros y movimientos de capital, en magnitudes iguales, el valor de la transferencia neta de recursos permanece inalterado.

Cuadro 9. Bis

ARGENTINA: CUENTA CORRIENTE (a)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Millones de dólares						
CUENTA CORRIENTE (a) (b)	-1950	1041	1780	5279	126	-6226
Saldo mercancías	540	3810	5374	8276	3703	-2630
Saldo servicios reales	-285	-255	-252	-321	-935	-1054
Saldo servicios financieros (a)	-2205	-2514	-3342	-2676	-2642	-2542
Intereses netos (a)	-1814	-2052	-2877	-2175	-2079	-1947
Utilidades y dividendos (a)	-391	-462	-465	-501	-564	-595

FUENTE : Oficina de la CEPAL en Buenos Aires sobre la base de datos de la Secretaría de Programación Económica y el BCRA.

(a) Datos basados en la re-estimación de la cuenta de servicios financieros efectuada por la Secretaría de Programación Económica del Ministerio de Economía.

(b) Incluye transferencias.

Los ingresos de capital fueron de gran magnitud: el monto acumulado entre 1991 y 1992 (unos 18000 millones de dólares) superó al total del conjunto del período 1982-1990¹, y representó un nítido contraste con respecto a las salidas netas de fondos observadas en los episodios de muy alta inflación en los años 1989 y 1990. Este fuerte influjo de crédito externo se correspondió en parte con un fenómeno similar verificado a escala regional. Sin embargo, la Argentina aumentó también su participación en el financiamiento dirigido hacia el conjunto del área. Entre 1982 y 1990, las entradas netas de capital al país representaron un 18% del total absorbido por América Latina y el Caribe; el coeficiente superó el 20% en 1992. Durante este último año, por otra parte, la Argentina dio cuenta de cerca del 40% del incremento en los ingresos de capital de la región.

La intensa variación de los movimientos de capital obedeció a impulsos tanto sobre la oferta como sobre la demanda de crédito externo. Desde el lado de la oferta, influyó la reducida tasa de interés internacional, que movilizó fondos hacia la región en general y hacia el país en particular. En un mismo sentido, actuaron las privatizaciones --que dieron lugar a un considerable movimiento de recursos--, las perspectivas de una pronta regularización de los servicios de la deuda (que se concretó en el acuerdo dentro del Plan Brady) y, en términos más generales, el contexto macroeconómico interno más previsible. Todo ello incentivó a los tenedores de activos --tanto residentes como no residentes en el país-- a ingresar fondos. Al mismo tiempo, esa corriente de recursos se encontró con una marcada predisposición al gasto por parte de los agentes privados, que respondieron a las menores restricciones en el acceso al crédito con un fuerte aumento en su demanda de bienes,

¹Estos comentarios, y los que siguen, se basan en la estadística tradicional del balance de pagos, sin los ajustes mencionados en los párrafos anteriores. Igualmente, la diferencia entre ambos períodos aparece también muy marcada con los datos ajustados: según éstos, las entradas de capital habrían sido de 12500 millones de dólares en 1991-1992, contra una salida neta de alrededor de 7500 acumulada en 1982-1990.

mientras que simultáneamente incrementaban sus tenencias de activos financieros domésticos.

La estructura del financiamiento externo mostró modificaciones significativas con respecto a lo observado en años anteriores. En 1992 todavía siguieron acumulándose atrasos en los servicios de la deuda, porque las autoridades mantuvieron un tope a los pagos efectuados a los bancos. Sin embargo, esos atrasos representaron sólo un 7% de los ingresos de capital, contra un 32% en 1991 y un promedio de cerca del 45% en el intervalo 1982-1990. Por otro lado, el incremento de las importaciones reforzó el movimiento ya marcado en 1991 en cuanto a la extensión del crédito comercial: el financiamiento neto por este concepto (que había sido negativo en 1982-1990) alcanzó a 3400 millones de dólares, un 27% del total. Asimismo, las privatizaciones y la inversión directa aportaron, en conjunto, casi 4700 millones de dólares en 1992. Mientras que en los años ochenta el crédito de organismos internacionales tuvo una magnitud significativa, en 1992 se registró una (pequeña) amortización neta. Los movimientos diversos de capital, por su parte, pasaron de un saldo negativo en 1991 a uno positivo cercano a los 3500 millones de dólares. Si bien no es fácil valorar el monto del reflujo hacia el país de colocaciones antes mantenidas en el exterior por residentes, es probable que éste haya sido importante.

Las entradas de capitales tuvieron un nivel elevado a lo largo de todo el año, con un máximo en el cuarto trimestre, cuando superaron los 4600 millones de dólares. Sin embargo, fue también en este período donde se produjo un sobresalto en el mercado de cambios, que implicó (por única vez en el período) que el Banco Central interviniera vendiendo divisas. En parte, este episodio se originó en dudas acerca del mantenimiento de un volumen suficiente de ingreso de fondos, frente al creciente déficit en cuenta corriente. Pero el mercado se normalizó rápidamente y, en diciembre, el aumento en el stock de reservas oficiales tuvo un valor extremadamente alto. De hecho, los activos internacionales del Banco Central (oro,

divisas y colocaciones realizables en divisas) crecieron durante el año en unos 3700 millones de dólares, cifra que superó holgadamente a la del año anterior.

Un fenómeno particular observado en 1992 fue que la gran magnitud de los ingresos de capital no se reflejó en una acumulación de deuda financiera bruta, aun sin considerar el efecto de la quita establecida en el acuerdo dentro del plan Brady, que se contabilizaría en el año entrante. Por otro lado, se redujo la tasa internacional de interés. De ahí que los indicadores del peso de la deuda mostraran valores mucho más bajos que algunos años atrás (véase el cuadro 10).

Durante 1992 hubo una significativa cancelación de deuda externa por parte del sector público, que obedeció a la amortización de bonos, en parte asociada con operaciones de privatización. Por otro lado, el Banco Central adquirió divisas en el mercado, o sea que aplicó recursos del "señoreaje" a la compra de moneda extranjera, según el esquema de convertibilidad. Así, la deuda externa neta del sector público se redujo en un monto apreciable. Por contraste, el sector privado contrajo su posición neta contra el exterior, como resultado de un incremento en sus pasivos y de la liquidación de activos. Por otro lado, los no residentes efectuaron importantes compras de activos reales en el país, especialmente a raíz de privatizaciones. En conjunto, estos movimientos habrían implicado un aumento en el volumen total de los pasivos netos (de activos) con el exterior.

La reprogramación de la deuda externa del gobierno con los bancos comerciales -- que involucró a unos 20000 millones de dólares por capital y cerca de 8000 millones por atrasos en el servicio de los intereses-- fue uno de los hechos destacados en 1992. Ella fue precedida por un acuerdo trienal de facilidades extendidas con el FMI. Este acuerdo contemplaba la continuación del esquema general de política económica; sus criterios de ejecución preveían la generación de importantes superávits primarios del sector público durante el período de vigencia, y el mantenimiento del pago parcial de intereses a los bancos acreedores mientras se negociaba la consolidación de la deuda en el marco del plan Brady. El FMI dispuso efectuar durante 1992 desembolsos por 1840 millones de dólares, incluyendo 1040 millones que serían aplicados por el gobierno a la compra de garantías del repago del capital a ser refinanciado con los bancos.

A grandes rasgos, la operación de reprogramación tuvo las siguientes características. Los atrasos fueron instrumentados con bonos a 12 años de plazo ("bonos de tasa flotante"), sin garantías (excepto para una reducida porción de esa deuda) y con tres años de gracia, que devengarían un interés igual a la LIBOR más un

Cuadro 10

ARGENTINA. INDICADORES DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992(b)
Millones de dólares							
Deuda externa total (a)	51422	58324	58473	63314	60973	60000	60000 (c)
Pública	44726	51793	53265	58397	...	...	...
Privada	6696	6531	5038	4917	...	...	...
Intereses brutos	4291	4145	4678	6023	5767	5208	4178
Coeficientes							
Deuda externa total / exportaciones de bienes	7,5	9,2	6,4	6,7	5,0	5,0	4,9
Intereses brutos / exportaciones de bienes	0,6	0,7	0,5	0,6	0,5	0,4	0,3

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

(a) Deuda efectivamente contraída. Las cifras incluyen endeudamiento externo en concepto de capital y atrasos.

(b) Cifras preliminares.

(c) No considera el efecto de la quita resultante del acuerdo de refinanciación con los bancos comerciales. La cifra de 1992 es una estimación conjetural.

diferencial de 13/16%. Los pasivos por capital se transformaron en bonos de dos tipos, a 30 años de plazo. El "bono a la par" reconoció el mismo valor nominal que la deuda a ser canjeada; su tasa de interés sería en un 4% anual durante el primer año y se incrementaría gradualmente hasta quedar fija en un 6%. Por su parte, el "bono de descuento" dio lugar a una quita del 35% sobre el valor nominal de la deuda canjeada, con una tasa de interés flotante igual a la LIBOR más 13/16%. El capital de esos dos bonos se amortizaría en un solo pago al vencimiento; ese pago se garantizaría en su totalidad a través del depósito de títulos de las tesorerías de los países de la moneda de emisión (principalmente, los EEUU). También estarían garantizados los servicios de dos cuotas semestrales de intereses sobre los bonos. A efectos de constituir las garantías se utilizarían, además de fondos propios del gobierno, recursos aportados por el FMI, el Banco Mundial, el BID y el Eximbank del Japón.

Los bancos acordaron convertir un 35% de la deuda de capital en bonos de descuento. Esto definía una reducción explícita de la deuda de un 12% sobre el monto total reprogramado; la quita implícita sobre la parte transformada en bonos a la par dependería de la evolución de la tasa de interés internacional.

La regularización de la deuda externa pública con la banca comercial contribuyó -- aun antes de concretarse en el acuerdo definitivo-- a reforzar las corrientes de crédito hacia el país. Si bien las condiciones del financiamiento internacional estaban todavía lejos de asemejarse a las de economías con una tradición de solvencia, la Argentina enfrentó condiciones inéditas en más de una década. La disponibilidad de crédito relajó las restricciones de liquidez para un buen número de agentes; ésto creaba nuevas oportunidades, y también nuevos dilemas. En lo inmediato, el ahorro externo y el retorno de los capitales emigrados permitían financiar un mayor volumen de consumo y de inversión, pero parecía difícil extrapolar indefinidamente una situación con esas características. Un tema en discusión era hasta qué punto la voluminosa entrada de capitales representaría efectivamente el impulso necesario para disparar un proceso acumulativo de crecimiento en la inversión y en el ahorro doméstico. Quedaba planteada la cuestión sobre si los planes de los agentes tenían consistencia en el tiempo, es decir si las decisiones de gasto y acumulación que se estaban adoptando eran tales que se fueran moderando sin sobresaltos las demandas de fondos del exterior.

Cuadro 11

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

	Tipos de cambio (a) real												Indice de precios del intercambio comercial (en dólares) (e)		Precios relativos	
	Tipos de cambio nominales (pesos por dólar)				(Tipo de cambio * IPC (EEUU)/ Indice de precios doméstico) (índices base 1986=100)											
	Exporta- ciones (b)	Importa- ciones (c)	Promedio comercio exterior (d)	Libre o paralelo	Exporta- ciones A	B	Importa- ciones A	B	Promedio comercio exterior A	B	Libre o paralelo A	B	Exporta- ciones	Importa- ciones	De bienes exporta- dos (f)	De bienes importa- dos (g)
1987	0,000203	0,000214	0,000209	0,000274	114,1	108,8	105,6	100,8	109,5	103,8	120,4	114,6	102,7	102,8	113,2	104,4
1988	0,000886	0,000985	0,000935	0,001086	106,6	117,2	100,3	110,6	103,1	112,9	104,5	114,6	119,7	108,3	112,3	98,3
1989	0,02897	0,03952	0,02424	0,04622	102,9	129,1	118,8	150,3	111,3	139,4	132,9	168,0	124,9	113,2	109,5	118,4
1990	0,4151	0,4877	0,4512	0,4749	93,1	89,4	96,0	92,5	94,5	90,4	85,5	82,2	123,8	116,0	86,4	83,2
1991	0,9171	0,9542	0,9359	0,9542	95,3	65,0	86,7	59,3	90,7	61,6	77,2	52,7	113,8	115,1	81,7	74,9
I	0,7751	0,8453	0,8102	0,8453	87,7	66,9	83,7	63,8	85,4	64,8	74,5	56,8	103,4	126,8	68,4	79,9
II	0,9548	0,9868	0,9708	0,9868	96,5	66,7	87,1	60,2	91,5	62,9	77,6	53,5	110,0	117,5	80,2	77,4
III	0,9610	0,9932	0,9771	0,9932	97,0	63,3	87,5	57,2	91,9	59,6	77,9	50,8	120,6	108,6	88,2	71,8
IV	0,9775	0,9915	0,9856	0,9915	99,9	63,0	88,5	55,8	93,8	59,1	78,8	49,6	121,2	107,5	90,1	70,5
1992	0,9961	1,0026	0,9993	0,9915	101,4	58,4	89,2	51,4	94,8	54,3	78,5	45,2	113,8	113,8	84,6	74,4
I	0,9890	0,9915	0,9902	0,9915	101,5	60,7	88,9	53,1	94,7	56,3	79,1	47,1	...	...	...	...
II	0,9887	0,9911	0,9899	0,9911	100,7	58,7	88,2	51,4	94,0	54,4	78,5	45,8	...	...	...	...
III	0,9887	0,9911	0,9899	0,9911	99,4	56,9	87,1	49,9	92,7	52,8	77,5	44,3	...	...	...	...
IV	1,0180	1,0366	1,0272	0,9924	103,9	57,4	92,4	51,1	97,8	53,7	78,8	43,5	...	...	...	...

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

- (a) En la deflación se usaron los siguientes índices: A: Precios al por mayor; B: Precios al consumidor. Los valores anuales son promedios de los trimestrales; las series de tipo de cambio real y precios relativos resultan de promediar valores deflactados mes a mes.
- (b) Corresponde al promedio del tipo de cambio para la liquidación de las exportaciones agropecuarias y del tipo de cambio aplicado a las exportaciones industriales (ponderados según la estructura de las exportaciones en el año 1983). Incluye el efecto de los derechos y reintegros.
- (c) Tipo de cambio promedio de las importaciones. A partir de noviembre de 1992, incluye el efecto del incremento del 3% al 10% en el derecho de estadísticas.
- (d) Promedio para el comercio exterior, que resulta del promedio simple de la tasa efectiva para exportaciones y de la tasa que se aplica para la liquidación de importaciones.
- (e) Índices de precios base 1986=100 de precios implícitos en dólares de exportaciones e importaciones (con ponderaciones de 1986).
- (f) Índices de precios base 1986=100 definidos como: tipo de cambio nominal para exportaciones * Índice de precios en dólares / Índice de precios mayoristas de bienes nacionales no agropecuarios.
- (g) Índices de precios base 1986=100 definidos como: tipo de cambio nominal para importaciones * Índice de precios en dólares / Índice de precios mayoristas de bienes nacionales no agropecuarios.

2. La política cambiaria y comercial

Durante todo el año se mantuvo el régimen cambiario definido por el sistema de convertibilidad. Es decir que no se aplicaron restricciones a las transacciones con divisas, y el banco central estuvo sujeto a la obligación de vender moneda extranjera, si le fuese requerido, a un precio de un peso por dólar. De cualquier modo, en los diez primeros meses las operaciones de intervención en el mercado de cambios fueron persistentemente compradoras. En ese período, las autoridades permitieron fluctuar al precio del dólar dentro de una estrecha banda con un mínimo 1% por debajo del tope de un peso. Luego del breve episodio de noviembre, que dio lugar a ventas netas por unos 230 millones de dólares en el conjunto del mes, el banco central decidió, entre otras medidas, estrechar la banda cambiaria a un 0.2%, a través de la elevación del piso. Esto estuvo dirigido principalmente a acotar aún más el riesgo de cambio relevante para las decisiones de cartera.

La política comercial siguió las líneas definidas tiempo atrás. Con la excepción ya mencionada del régimen de la industria automotriz, no se aplicaron restricciones cuantitativas a las importaciones, las que estuvieron gravadas por aranceles moderados. Por otro lado, si bien el fuerte aumento de las importaciones desde los socios del Mercosur provocó discusiones sobre las perspectivas del proyecto regional, se confirmaron los calendarios de reducciones arancelarias previstas: el margen de preferencias recíprocas alcanzó a 68% a fines de año, y se reafirmó la intención de eliminar las barreras comerciales en 1995. Asimismo, hubo avances en las tratativas referidas al arancel externo común; éste tendría un tope del 20%, excepto para algunas clases de bienes, cuyas importaciones se gravarían en 35%. A más corto plazo, con el propósito de moderar el sesgo en los flujos de comercio intra-regionales, se negociaron con el Brasil mecanismos específicos para incrementar las exportaciones argentinas en rubros como trigo y derivados, combustibles y vehículos y autopartes.

En noviembre el gobierno incrementó del 3% al 10% la tasa de estadística sobre las importaciones. Esto operó como un incremento uniforme de los derechos, para todo tipo de bien y país de origen incluyendo, en particular, a las compras efectuadas en el Mercosur. Al mismo tiempo, se eliminaron retenciones e impuestos subsistentes sobre las exportaciones, y se aumentaron los reembolsos; el criterio fue emparejar los tipos de cambio efectivos para exportaciones e importaciones de artículos de una determinada clase.

Estas medidas implicaron un incremento de los precios efectivos de las divisas aplicables a las transacciones de comercio exterior. Como consecuencia de este aumento, y de la lenta evolución del índice de precios mayoristas, el tipo de cambio real con el dólar --en la medición que emplea aquél índice como deflactor-- registró una suba durante 1992. La medida referida al índice de precios al consumidor, por su parte, mostró una disminución cercana al 7.5% entre principios y fines del año (véase el cuadro 11). El contraste entre ambos indicadores aparece nítidamente marcado cuando se consideran los niveles de las series (y no sólo sus variaciones a corto plazo), lo cual refleja la intensidad de los movimientos de precios relativos que tuvieron lugar en los últimos años, y produce ambigüedad en la lectura de las variables asociadas comúnmente con el concepto del tipo real de cambio. De todos modos, la observación de los precios implícitos en las grandes corrientes de transacciones indica que los precios internos crecieron relativamente a los de las exportaciones e importaciones. Así, en el promedio de 1992, el índice resultante de relacionar los precios implícitos de las exportaciones con los del PBI era inferior en 7% al de 1991, y alrededor de 29% más bajo que el valor medio de la serie 1980-1992, mientras que para las importaciones el indicador análogo registraba una reducción del 11% frente al nivel de 1991, y del 26% con respecto a la media de la serie.

3. El comercio exterior

En el agregado, los precios internacionales de las exportaciones e importaciones de bienes variaron en pequeña proporción en 1992 (véase el cuadro 12). Ello habría resultado en un leve mejora en los términos del intercambio, que se mantuvieron, sin embargo, en los niveles más bajos en varias décadas.

El quantum de las exportaciones de bienes se incrementó en cerca del 2%. La lenta evolución de los volúmenes exportados en el bienio 1991-1992 podía dar lugar a lecturas alternativas. Por un lado, ese comportamiento sugería la existencia de dificultades para superar los valores ya alcanzados, en un período en que las importaciones se expandían fuertemente. Por otro, las cantidades exportadas mantuvieron niveles mucho más elevados que en la década anterior (véase nuevamente el cuadro 12), no obstante la mayor demanda interna y los amplios movimientos de precios relativos. En conjunto, ello parecía indicar que, si bien la exportación carecía del dinamismo que se apreciaba en otros ámbitos de actividad, el salto en las ventas externas registrado en años previos había constituido más que un fenómeno coyuntural. En cuanto a las importaciones de bienes, las variaciones de precios fueron de poca magnitud en comparación con las de los volúmenes. De esta forma, las cantidades importadas en 1992 crecieron más de un 80% con respecto a las de 1991, y superaron a los anteriores valores máximos.

Durante 1992 continuó la progresión del comercio argentino con los demás países del Mercosur. Tanto las exportaciones hacia el área como las importaciones desde los socios regionales crecieron a mayor ritmo que los correspondientes flujos totales: las primeras subieron un 12.6%, mientras que las segundas lo hicieron en un 107%. En consecuencia, volvió a incrementarse la participación de los países del área en el comercio total argentino. Por otra parte, si bien las diferencias en el tamaño de las economías siguieron reflejándose en una ponderación relativamente baja del comercio intra-regional desde el punto de vista del Brasil, el aumento de las compras argentinas tuvo un impacto no despreciable sobre las exportaciones de ese país: entre 1990 y 1992, la Argentina subió su participación como demandante de productos brasileños de menos de 2.5% a más de 9%, y dio cuenta de cerca de la mitad de la variación de las exportaciones totales del Brasil en ese período.

Cuadro 12

ARGENTINA. INDICADORES DEL COMERCIO EXTERIOR (a)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992 (b)
Tasas anuales de crecimiento							
Exportaciones de bienes							
Valor	-18,4	-7,2	43,6	4,8	29,0	-3,0	2,2
Volumen	-12,4	-9,6	23,2	0,4	30,2	5,5	2,2
Valor unitario	-6,8	2,7	16,6	4,3	-0,9	-8,1	0,0
Importaciones de bienes							
Valor	23,9	23,2	-8,5	-21,1	-2,9	102,9	79,7
Volumen	14,6	19,8	-13,2	-24,5	-5,3	104,5	81,8
Valor unitario	8,1	2,8	5,4	4,5	2,5	-0,8	-1,1
Indices (1980=100)							
Poder de compra de las exportaciones de bienes	88,3	79,7	108,7	109,0	137,3	134,1	138,6
Quéntum de las exportaciones de bienes	121,5	109,9	135,4	136,0	177,0	186,7	190,8
Relación de precios del intercambio de bienes	72,7	72,6	80,3	80,2	77,5	71,8	72,7

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

(a) Las series de volumen y valor unitario se basan en índices de precios Paasche con base en 1986. Los datos están sujetos a revisión.

(b) Cifras provisionarias.

El comercio argentino con el Brasil ha sido tradicionalmente deficitario: el saldo acumulado con ese país en el período 1982-1990 fue negativo, cuando al mismo tiempo se generaron significativos superávits con el resto del mundo. En 1992, en parte debido al desfase cíclico entre las economías argentina y brasileña, las importaciones desde el Brasil superaron ampliamente a las exportaciones: el déficit del intercambio bilateral (medido a través de la estadística argentina) fue cercano a los 1700 millones de dólares, si bien hacia fines de año había signos de que la magnitud del desequilibrio tendía a reducirse con cierta rapidez. Al margen de los impulsos de índole macroeconómica y del efecto de las preferencias arancelarias establecidas dentro del Mercosur, el valor del balance del comercio intra-regional en 1992 estuvo también influido por circunstancias específicas, particularmente la evolución del intercambio de vehículos y autopartes. En este sentido, las importaciones de material de transporte desde el Mercosur alcanzaron a 976 millones de dólares en 1992 (un 260% por encima de los niveles de 1991 y, en valor absoluto, más que las compras totales a la región en 1990), mientras que las exportaciones de este grupo de bienes, aunque crecieron significativamente (en un 62%) representaron un monto muy inferior, de 224 millones de dólares.

3.1 Las exportaciones

El valor de las exportaciones superó ligeramente los 12000 millones de dólares. Esto implicó una suba de cerca de 2% con respecto a las cifras de 1991, pero no alcanzó para recuperar los niveles de dos años atrás. Es decir que a partir de 1990, el valor exportado osciló sin una tendencia definida, aunque visiblemente por arriba de los registros de años previos.

En 1992, el valor de las exportaciones de origen agropecuario se elevó en un 3% (véase el cuadro 13). Hubo un marcado incremento en los embarques de cereales, como resultado de los mayores volúmenes exportados de trigo y (especialmente) maíz; en promedio, este grupo de artículos obtuvo precios superiores a los del año anterior. Las exportaciones de productos oleaginosos se redujeron levemente, debido a las menores

Cuadro 13

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

	Millones de dólares				Composición porcentual			Tasas anuales de crecimiento			
	1989	1990	1991	1992(a)	1970	1980	1992	1989	1990	1991	1992(a)
Total	9573	12353	11978	12240	100,0	100,0	100,0	4,8	29,0	-3,0	2,2
Productos de origen agropecuario	5773	7496	7805	8040	86,4	73,4	65,7	-5,6	29,8	4,1	3,0
Productos pecuarios	1482	1777	1746	1640	39,5	21,8	13,4	9,0	19,9	-1,7	-6,1
Carnes	727	872	924	850	24,9	12,1	6,9	18,6	19,9	6,0	-8,0
Lanas, pelos y crines	177	218	157	150	4,9	3,5	1,2	-27,5	23,2	-28,0	-4,5
Cueros y pieles	370	478	504	450	5,5	4,5	3,7	-0,8	29,2	5,4	-10,7
Otros productos pecuarios	209	209	161	190	4,2	1,7	1,6	60,8	0,0	-23,0	18,0
Productos agrícolas	4016	5410	5645	5900	46,7	49,8	48,2	-10,8	34,7	4,3	4,5
Cereales	1073	1451	1150	1700	31,0	21,7	13,9	7,5	35,2	-20,7	47,8
Oleaginosos y aceites	2236	2828	3302	3200	8,0	16,6	26,1	-19,4	26,5	16,8	-3,1
Otros productos agrícolas	707	1131	1193	1000	7,7	11,5	8,2	-3,0	60,0	5,5	-16,2
Pesca	274	309	414	500	0,2	1,8	4,1	8,3	12,8	34,0	20,8
Prod. industriales no tradicionales	3800	4857	4173	4200	13,6	26,6	34,3	25,8	27,8	-14,1	0,6
Combustibles	326	964	766	830	0,4	3,5	6,8	109,0	195,7	-20,5	8,4
Otros prod. indust. no tradic.	3474	3893	3407	3370	13,2	23,1	27,5	21,3	12,1	-12,5	-1,1

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

(a) Cifras preliminares.

ventas de semilla de soja; ello se compensó en parte por subas en las cantidades exportadas de aceites de girasol y soja, y de subproductos de girasol (véase el cuadro 14). En todo caso, este conjunto de bienes mantuvo una participación muy significativa en el valor total de las exportaciones, superior al 25%. Por su parte, las ventas de productos pecuarios se retrajeron en cerca de un 6%; la reducción en los valores alcanzó tanto a las carnes como a las lanas y los cueros. En cambio, se mantuvo la tendencia creciente de las exportaciones pesqueras, que rondaron los 500 millones de dólares.

Las ventas de bienes no tradicionales crecieron en forma leve, si bien permanecieron por debajo de los máximos alcanzados en 1990. Se incrementaron las exportaciones de combustibles, mientras que las de productos industriales (exceptuando los combustibles y los primeros derivados de bienes pampeanos, como carne, harina y aceites) declinaron en el agregado. Este último grupo de artículos, que había llegado a representar más de un 36% de las ventas totales en 1989, redujo su participación a un 27.5% en 1992. Durante este año influyó particularmente la merma en las exportaciones siderúrgicas, que enfrentaron una demanda internacional poco favorable. Por contraste, se elevaron los valores vendidos de alimentos y automotores y partes. En términos generales, las exportaciones industriales mostraban un comportamiento heterogéneo, con bajas en algunos bienes intermedios de uso difundido, cuyas ventas habían cobrado impulso en la década anterior, y subas en otras categorías de productos. En conjunto, se observaba que la evolución de la demanda doméstica y de los precios relativos no generaba señales definidas para dirigir el esfuerzo de ventas hacia la exportación pero, al mismo tiempo, las firmas buscaban mantener posiciones en los mercados externos.

Cuadro 14

ARGENTINA. PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACION DE ORIGEN AGROPECUARIO

	Miles de toneladas				Tasas anuales de crecimiento		
	1989	1990	1991	1992 (a)	1990	1991	1992 (a)
Carnes cocidas y congeladas	28,9	35,0	39,8	50,9	21,1	13,7	27,9
Corned beef	48,6	60,0	53,8	40,0	23,5	-10,3	-25,7
Lana sucia (b)	18,9	28,0	22,3	...	48,1	-20,4	...
Lana lavada y carbonizada (b)	14,0	20,0	10,2	...	42,9	-49,0	...
Trigo	4319	5847	5464	6048	35,4	-6,6	10,7
Maíz	1894	2922	3764	5975	54,3	28,8	58,7
Sorgo	383	1127	1188	1184	194,3	5,4	-0,3
Soja	448	3259	4336	3085	627,5	33,0	-28,9
Aceite de girasol	870	1303	751	1223	49,8	-42,4	62,8
Aceite de soja	792	1246	1008	1234	57,3	-19,1	22,4
Subproductos de girasol	1287	1419	1475	1606	10,3	3,9	8,9
Subproductos de soja	4634	5157	5803	5477	11,3	12,5	-5,6
Azúcar	155	140	200	...	-9,7	42,9	...

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

(a) Cifras estimadas.

(b) Comprende una muestra de principales productos.

3.2 Las importaciones

En 1992 continuó el rápido aumento de las importaciones de bienes: éstas superaron en 80% a las de 1991, y en más del 250% a los reducidos valores de dos años atrás. Exceptuando la caída en las compras de combustibles, se registraron fuertes aumentos en las importaciones de todos los grandes grupos de artículos (véase el cuadro 15). El valor de los bienes de consumo despachados a plaza se elevó en 140%, y resultó casi 17 veces más alto que en 1990. Si bien el consumo de bienes importados siguió constituyendo una parte pequeña del consumo agregado --y hacia fines del año se percibía que el ingreso de esos bienes se estaba desacelerando-- el incremento observado fue significativo, como signo de la mayor apertura de la economía, y también cuantitativamente, si se considera que este rubro alcanzó un monto comparable con el de las importaciones totales en los mínimos de 1989 y 1990. En 1992 adquirieron relevancia las compras al exterior de automóviles de pasajeros, que se acercaron a las 90000 unidades, por un valor de casi 800 millones de dólares.

Las importaciones de bienes de capital mostraron también un intenso crecimiento, apreciablemente más rápido que el de la inversión total. Las adquisiciones de equipos de origen externo superaron los 3000 millones de dólares, lo que duplicó aproximadamente las cifras de 1991 y más que quintuplicó a las de 1990; el valor alcanzado en 1992 superó al de cualquier año previo. Algo más del 40% de la maquinaria ingresada se habría destinado a la industria manufacturera; también alcanzaron montos significativos las compras de bienes de capital para las comunicaciones y el transporte, así como las de equipos de informática, de uso difundido.

Las importaciones de bienes intermedios se incrementaron en cerca del 45%; si bien la variación fue proporcionalmente inferior a la de las compras totales, estos bienes mantuvieron una participación de más de la mitad dentro del agregado. El rápido crecimiento acumulado en el bienio, de alrededor del 150%, habría reflejado el mayor nivel del producto de los sectores usuarios y, al mismo tiempo, una sustitución de insumos de producción local por otros importados en una variedad de actividades.

Cuadro 15

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

	Millones de dólares corrientes				Composición porcentual			Tasas anuales de crecimiento			
	1989	1990	1991	1992 (a)	1970	1980	1992	1989	1990	1991	1992 (a)
Total	4200	4077	8275	14870	100,0	100,0	100,0	-21,1	-2,9	103,0	79,7
Bienes de capital	695	595	1530	3100	21,5	22,7	20,8	-16,3	-14,4	157,1	102,6
Combustibles y lubricantes	371	333	623	570	4,8	11,1	3,8	-25,7	-10,2	87,1	-8,5
Bienes intermedios	2935	2927	5002	7300	68,9	48,6	49,1	-22,0	-0,3	70,9	45,9
Productos de las industrias											
químicas, plásticos y caucho	1217	1250	...	...	15,3	12,9	...	-7,5	2,7	...	...
Papel y pasta de papel	60	76	...	...	5,9	2,9	...	-38,1	26,7	...	...
Metales y manufacturas, material											
eléctrico y partes, repuestos											
para maquinarias y transportes	1218	1098	...	...	32,6	21,9	...	-32,6	-9,9	...	...
Otros bienes intermedios	440	486	...	...	15,1	10,9	...	-18,7	10,5	...	...
Bienes de consumo	199	222	1120	3900	4,8	17,6	26,2	-14,2	11,6	404,5	248,2

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

(a) Cifras preliminares.

(b) Cifras estimadas sobre datos del BCRA y del INDEC.

IV. Los precios, los salarios y el empleo

1. Los precios

La tasa de inflación fue la más baja desde 1970. Los precios al consumidor se incrementaron a lo largo del año en un 17.5%, mientras que los precios mayoristas crecieron solamente un 3.2% (véase el cuadro 16). Se observó una nítida desaceleración no sólo con respecto a las tasas del año anterior considerado en su conjunto, sino también en relación a los registros del intervalo abril- diciembre de 1991, es decir el período inicial del programa en curso. Más del 40% de la variación del índice de precios al consumidor (IPC) en 1992 tuvo lugar en el primer trimestre, cuando la tasa mensual promedió un 2.4%; posteriormente, las alzas de ese índice se atenuaron, a un ritmo medio del 1% mensual entre abril y diciembre (véase el cuadro 17).

El repunte de los índices inflacionarios en los primeros meses de 1992 alcanzó, aunque en medida distinta, tanto a los precios al por mayor (IPM) como al IPC, y dentro de éste a casi todas las principales categorías de artículos. De todos modos, dentro de este movimiento difundido se destacaron las alzas de los alimentos frescos (de casi un 12% en el primer bimestre) y en los servicios privados. La inflexión --que resultó breve-- en la tendencia declinante de las variaciones de precios habría obedecido por una parte a impulsos localizados en mercados específicos (tales como los de las verduras y los derivados del trigo) y, por otra, a influencias de índole más general: el rápido aumento en la demanda agregada, el cumplimiento más estricto del IVA y, en marzo, el impacto del incremento en la alícuota de ese impuesto. En todo caso, aunque las alzas de precios causaron alguna incertidumbre, la evolución posterior mostró que no estaban en juego mecanismos capaces de propagar o amplificar la perturbación.

Entre abril y diciembre de 1992, la tasa de crecimiento del IPC osciló alrededor de un valor del 1% mensual, con máximos del orden del 1.5% en julio-agosto y mínimos cercanos al

Cuadro 16

ARGENTINA. EVOLUCION DE LOS PRECIOS INTERNOS

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Variación de diciembre a diciembre							
Indice de precios al consumidor	81,9	174,8	387,7	4923,8	1343,9	84,0	17,5
Alimentos	86,0	169,7	406,3	4778,9	1206,6	84,6	18,6
Indumentaria	70,4	161,2	364,2	5428,6	1031,0	71,7	4,3
Otros bienes y servicios	80,8	181,4	377,4	4945,9	1511,5	85,8	19,1
Indice de precios al por mayor	57,9	181,8	431,6	5386,4	798,4	56,7	3,2
Productos importados	53,5	215,8	412,8	5961,0	406,1	69,4	4,4
Productos nacionales	58,4	178,4	433,7	5323,0	846,8	55,9	3,1
Agropecuarios	74,4	153,5	455,3	5526,3	659,8	62,2	9,9
Manufacturados	55,8	182,8	430,3	5289,1	879,2	55,1	2,1
Variación media anual							
Indice de precios al consumidor	90,1	131,3	343,0	3079,5	2314,0	171,7	24,9
Alimentos	98,1	132,8	338,0	3050,5	2129,4	161,1	30,2
Indumentaria	88,2	107,9	323,9	3567,8	1880,5	151,3	10,7
Otros bienes y servicios	84,1	134,6	350,6	3012,2	2541,8	184,0	23,3
Indice de precios al por mayor	63,9	122,9	412,5	3432,6	1606,9	110,5	6,0
Productos importados	60,2	130,7	438,8	3748,3	1097,4	87,8	0,4
Productos nacionales	64,2	122,1	409,7	3397,1	1669,9	112,4	6,4
Agropecuarios	111,5	116,2	378,4	3485,6	1492,0	95,1	18,0
Manufacturados	57,9	123,1	415,2	3382,7	1699,6	114,9	4,9

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

0.5% en el último bimestre. Las fluctuaciones estuvieron asociadas en buena medida con altibajos en los precios de los alimentos frescos (que se elevaron a un ritmo promedio del 4% mensual en el tercer trimestre, mientras que cayeron en términos nominales en el segundo trimestre y en el cuarto). Los precios de los bienes no alimenticios mantuvieron un lento ritmo de variación; por su parte, hacia fines de año parecía insinuarse una desaceleración en los precios de los servicios privados, aunque todavía con movimientos nítidamente por encima de la media. Es decir que en este período podían identificarse signos de una tendencia decreciente en las subas del IPC, "modulada" por los movimientos ocasionales en los bienes de precios más flexibles, y con un sostenido, pero ahora más tenue, avance relativo de los precios de los servicios.

Considerando el año como un todo, se verificó un aumento bastante más rápido en los precios de los servicios (24% en el intervalo de doce meses) que en los de los bienes (12.7%); éstos, a su vez, subieron más que los precios al por mayor, lo que sugeriría que hubo un incremento en los márgenes brutos de comercialización. Dentro de los bienes, el alza de los precios al consumidor de los alimentos (18.2%) fue superior a la media del IPC; por contraste, los precios de la indumentaria y de productos industriales diversos de la canasta del IPC crecieron respectivamente un 5 y un 6%.

Más allá de la medición cuantitativa de las variaciones de los índices de precios, en 1992 se pusieron de manifiesto cambios en las conductas de firmas y consumidores, que ya se habían insinuado durante el año anterior. Al afianzarse la expectativa de que no habría movimientos bruscos en el nivel general de precios, las empresas fueron alargando los períodos de revisión de sus propios valores de venta, y tendieron a responder menos elásticamente a oscilaciones en los mercados percibidas como transitorias. Así, se fueron reforzando comportamientos amortiguadores de posibles impulsos inflacionarios a corto plazo, en contraste con los rápidos efectos de propagación típicos de condiciones inestables. Por otra parte, dado que los precios se

Cuadro 17

ARGENTINA. EVOLUCION DE LAS PRINCIPALES VARIABLES NOMINALES (a)

Período	Indice de precios mayoristas			Indice de precios al consumidor		Salario medio normal en la industria	Tipo de cambio comercio exterior (b)	M1 (desestacionalizado) (c)	M2 (d)	
	Total	Agropecuario	Nacional no agropecuario	Productos importados	Nivel general					Servicios privados
1988	14,9	15,4	14,9	14,6	14,1	13,0	14,3	12,8	12,6	15,1
1989	39,6	39,9	39,4	40,8	38,6	40,9	37,3	42,1	38,0	34,2
1990	20,1	18,4	20,9	14,5	24,9	28,5	24,7	14,1	21,5	16,9
I	73,2	59,8	76,6	63,6	78,2	75,7	63,6	63,3	35,9	9,4
II	7,8	12,0	7,8	3,7	13,0	22,5	22,3	4,1	27,2	30,0
III	9,9	14,8	9,7	4,6	13,9	15,8	2,9	3,4	9,2	14,4
IV	1,3	-4,4	2,4	-3,2	6,2	9,5	8,0	-3,7	15,5	14,8
1991 (e)	3,8	4,1	3,7	4,5	5,2	5,9	4,6	6,2	8,6	6,2
I	15,1	8,0	15,4	22,1	14,9	15,2	9,5	23,3	15,9	7,4
II	1,2	8,9	0,5	-1,8	3,8	4,6	4,7	2,4	7,9	6,0
III	0,1	1,7	-0,1	-0,4	1,9	2,6	0,5	0,0	3,1	4,3
IV	-0,4	-1,8	-0,2	-0,2	0,8	1,7	2,2	0,7	8,0	7,3
1992 (e)	0,3	0,8	0,2	0,4	1,4	1,9	1,1	0,4	3,4 (f)	3,4 (f)
I	0,8	3,7	0,4	-0,3	2,4	2,7	1,2	0,0	10,8	2,6
II	0,3	-2,3	0,7	0,0	0,9	1,6	1,4	0,0	-0,3	5,7
III	0,7	4,6	0,2	0,6	1,4	1,9	0,3	0,0	-1,0	2,2
IV	-0,8	-2,6	-0,6	1,1	0,7	1,3	0,7	1,8	4,7 (f)	3,1 (f)

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

- (a) Tasas equivalentes mensuales de variación entre extremos de cada período, en porcentajes.
(b) Tipo de cambio promedio para el comercio exterior, que surge como el promedio simple de la tasa efectiva para las exportaciones (un promedio, ponderado por la estructura de las exportaciones en el año 1983, del tipo de cambio efectivo aplicado a las exportaciones) y la tasa que se aplica a las importaciones.
(c) Saldos a fin de mes de billetes y monedas en poder del público + depósitos de particulares en cuenta corriente.
(d) Promedios geométricos bimestrales de saldos a fin de mes de M1 + depósitos a interés (en pesos) de particulares en entidades financieras.
(e) Cifras provisionarias.
(f) Cifras estimadas.

ajustaban con menor frecuencia y en módulos más pequeños, los compradores pudieron contar con "memoria" para comparar ofertas, lo que tendía a aumentar la transparencia de los mercados. Esto probablemente implicó una mayor efectividad de la competencia por precios, lo que a su vez desanimaba el empleo de prácticas como el traslado automático de costos por parte de las firmas.

De todos modos, los efectos mencionados actuaron en un contexto de demanda más sostenida que en años anteriores, y las presiones competitivas parecen haber operado con intensidad variable según los mercados. En los sectores más expuestos a la competencia externa, los oferentes locales vieron fuertemente disminuida su capacidad para formar precios. Al mismo tiempo, el crecimiento de la oferta de bienes importables tendió a comprimir los márgenes y, en algunos casos, dio lugar incluso a caídas de cierta magnitud en los precios nominales. Por contraste, en otros sectores, los precios pudieron incrementarse significativamente sin que se provocaran situaciones de exceso de oferta. Así, por ejemplo, los precios de los servicios de salud registrados en el IPC crecieron casi un 40% a lo largo de 1992, mientras que los de servicios de educación lo hicieron en un 33% y los alquileres de vivienda en 44%.

Es decir que, mientras se apreciaba una visible modificación de tradicionales hábitos inflacionarios, las variaciones agregadas no habían convergido todavía definitivamente a ritmos internacionales, y los deslizamientos de precios mostraban apreciables diferencias intersectoriales. A fines de 1992, la configuración de precios relativos revelaba características bien distintas de lo que había sido típico durante la década previa. Un indicador de ello era el nivel de la relación de los precios mayoristas de los bienes industriales frente a los precios de los servicios privados, que se ubicaba en diciembre casi un 70% por debajo de la media del período 1980-1992.

Por cierto, estaban teniendo lugar cambios significativos en las condiciones de oferta y demanda en los diversos mercados, inducidos por las políticas, las modificaciones en las

Cuadro 18

ARGENTINA. EVOLUCION DE LAS REMUNERACIONES REALES (a)

Salario real normal y permanente por ocupado

A. Variaciones anuales (b)

	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992
Sector Privado Urbano (c)							
Variación media	-1,3	-9,5	-6,6	-19,1	7,0	-0,6	...
Variación entre extremos	-0,8	-7,2	0,0	-29,3	24,7	-6,6	...
Industria Manufacturera							
Variación media	-0,3	-9,8	-3,3	-19,1	4,7	1,4	1,3
Variación entre extremos	1,9	-9,6	1,8	-32,9	31,5	-4,9	-2,0

B. Variaciones trimestrales (b)

	1991				1992			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Sector Privado Urbano (c)								
Variación media	-11,1	2,6	-0,5	2,0	-1,3	0,5	2,9	...
Variación entre extremos	-10,4	1,3	0,4	2,7	-1,5	1,1	6,3	...
Industria Manufacturera								
Variación media	-12,2	3,7	0,7	2,9	-2,3	0,2	0,7	-0,6
Variación entre extremos	-12,7	4,1	1,1	3,4	-2,8	1,1	-0,7	0,3

FUENTE: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del Ministerio de Trabajo.

(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, los premios y las bonificaciones.

(c) Incluye industria manufacturera, bancos, comercio y transporte automotor.

conductas microeconómicas y el distinto entorno internacional. En conjunto, estas modificaciones impactarían sobre la estructura de precios más allá del corto plazo. Pero no parecía sencillo inferir cuál sería la magnitud del desplazamiento en los precios relativos "sostenibles" resultante de esos efectos y, por lo tanto, cuál debería ser el patrón de referencia apropiado para contrastar las variaciones que se habían registrado.

2. El empleo y los salarios

Entre los meses de octubre de 1991 y 1992, la ocupación en un conjunto de aglomeraciones urbanas creció en un 2.1%. Si se extrapola esa evolución a la economía en su conjunto, en dicho período habría habido una creación neta de alrededor de 150000 puestos de trabajo. Desde el punto de vista de la distribución geográfica de los cambios en el empleo, se observó un aumento proporcional algo mayor en el agregado de las ciudades del interior del país que en la región metropolitana. Estos incrementos de la ocupación se habrían originado principalmente en la construcción y en los servicios privados, mientras que el sector público y la industria manufacturera habrían contraído su demanda de personal. Dentro de la industria, la información disponible sugiere que se registró una absorción neta de mano de obra en la rama automotriz y en algunos sectores alimenticios, mientras que actividades como la textil, la siderúrgica y la química reducían sus planteles. En todo caso, para el agregado de la industria, y para la mayor parte de las ramas que la conforman, parece haber habido incrementos significativos en el producto por persona ocupada.

Durante 1992 se observó un aumento de la oferta de trabajo por encima del crecimiento de la población. La tasa de participación laboral en el agregado de 25 áreas urbanas se elevó desde 39.5% en octubre de 1991 a 40.2% en el mismo mes de 1992. De hecho, el número de los ingresos netos a la fuerza de trabajo superó a la cantidad de empleos generados. Como consecuencia, la tasa de desocupación abierta se elevó hasta alcanzar un 7% (véase el cuadro

Cuadro 19

ARGENTINA. EVOLUCION DEL DESEMPLEO

	Tasas de desocupación (a)			
	1 9 8 7		1 9 8 8	
	Abril	Octubre	Abril	Octubre
Principales áreas urbanas	6,0	5,7	6,5	6,1
Capital y Gran Buenos Aires	5,4	5,2	6,3	5,7
Córdoba	4,9	5,5	5,0	6,0
Gran Mendoza	3,6	3,1	4,7	4,0
Gran Tucumán	15,1	9,7	11,3	10,1

FUENTE : Instituto Nacional de Estadística y Censos.

(a) En porcentajes sobre la población económicamente activa.

1989		1990		1991		1992	
Abril	Octubre	Abril	Octubre	Abril	Octubre	Abril	Octubre
8,1	7,1	8,6	6,2	6,9	6,0	6,9	7,0
7,6	7,0	8,8	6,0	6,3	5,3	6,6	6,7
8,8	7,3	7,4	4,2	4,1	5,4	4,8	5,3
4,4	4,1	6,0	5,8	4,2	4,4	4,1	4,4
12,6	13,4	11,5	9,4	11,8	11,4	12,1	12,5

19). Esta cifra resultaba alta en comparación con lo observado en otros períodos de expansión de la actividad.

El incremento de los salarios nominales se desaceleró con respecto al año anterior. Durante 1992 siguió vigente el régimen de convenciones colectivas, sujeto a la provisión establecida en la ley de convertibilidad, que prohibió la indexación explícita en los contratos, y a la norma que limitó los ajustes de salarios a los aumentos de productividad. De todos modos, a lo largo del año, las remuneraciones en el sector privado evolucionaron a un ritmo similar al de los precios al consumidor. Los registros agregados muestran un deslizamiento continuo (con una atenuación hacia finales del período, a juzgar por los datos referidos al sector industrial). Sin embargo, es probable que ello haya reflejado un promedio de ajustes espaciados en intervalos de varios meses, otorgados en momentos distintos según la empresa o el sector. Asimismo, el comportamiento de las remuneraciones no parece haber sido parejo entre diferentes firmas y actividades.

En conjunto, el salario real en el sector privado varió levemente en 1992 (véase el cuadro 18). La comparación de los niveles de salario con los de períodos anteriores se enfrenta con la conocida dificultad para medir los cambios en el poder de compra de los ingresos entre momentos con muy distinta tasa de inflación, dado que el resultado depende críticamente de la hipótesis que se formule acerca del momento en que se efectúa el gasto. En la medida convencional, que deflacta a los ingresos por los precios en el mes de devengamiento, los salarios reales medios en la industria manufacturera⁸ aparecen ligeramente inferiores en 1992 que en 1991, con una declinación mayor con respecto a los años previos. Si, por contraste, se relacionan los ingresos devengados en un mes con los precios del mes siguiente, resulta una

⁸El indicador empleado para este análisis es el del salario "normal" por trabajador. Este concepto excluye componentes no permanentes de las remuneraciones (tales como aguinaldos y vacaciones), pero incluye las remuneraciones por horas extra.

suba (de cerca del 3%) en el poder de compra en 1992 con respecto a 1991, y una recuperación muy significativa frente a las cifras correspondientes a los años marcados por brotes hiperinflacionarios, aunque sin alcanzar todavía los niveles anteriores a esos episodios. El indicador basado en una hipótesis intermedia (que es la que se muestra en el cuadro 18, deflactando por el IPC promedio del mes de devengamiento y el siguiente), por su parte, muestra también un ligero incremento en 1992.

En todo caso, la evidencia indirecta proveniente de la evolución del consumo, y aquella que se refiere al carácter regresivo del "impuesto inflacionario" sugieren que la caída en las tasas de inflación, al margen de su impacto al facilitar la programación del gasto, contribuyó a mejorar el poder adquisitivo de los salarios. No obstante, las remuneraciones reales habrían permanecido por debajo de los valores medios de la década anterior. Al mismo tiempo, los movimientos de precios relativos fueron tales que los salarios se elevaron marcadamente en relación a los bienes industriales. Así, en el promedio de 1992, el nivel de los salarios industriales referido a los precios mayoristas de los productos manufacturados (excluyendo primeros derivados de bienes agropecuarios pampeanos) se ubicó 21% por encima del valor de 1991 y fue cerca de 40% superior a la media del intervalo 1980-1992.

El régimen legal para las relaciones laborales fue un tema de discusión intensa en 1992, en sus aspectos referidos a las condiciones de trabajo, por un lado, y a los costos y la competitividad industrial, por otro. En términos generales, la política se orientó a buscar una reducción de los componentes no salariales del costo laboral, y a flexibilizar los sistemas de contratación. En 1992 se reglamentó la ley de accidentes de trabajo, y se presentó un proyecto de reforma laboral para empresas pequeñas y medianas que, en particular, extendería el ámbito de modalidades de contratación eventual, especialmente para trabajadores jóvenes.

V. La política fiscal y monetaria

1. La política fiscal

Aunque no se disiparon por completo las secuelas de la grave crisis fiscal asociada con la generación y eclosión de los brotes hiperinflacionarios, la caída en el déficit y, más genéricamente, el reforzamiento de las finanzas públicas, fueron hechos centrales en la evolución de la economía en los años recientes. El desequilibrio del sector público nacional no financiero, antes de contabilizar ingresos por ventas de activos, se redujo en 1992 a un 1.5% del PBI; dado que los recursos de capital tuvieron una magnitud equivalente, el uso neto del crédito resultó prácticamente nulo (véase el cuadro 20). Este resultado se originó en el aumento de la recaudación de impuestos, que fue superior a la de 1991 en casi dos y medio puntos del PBI, y a la de 1990 en más de cuatro puntos. Al mismo tiempo, los gastos corrientes se acercaron a 17% del PBI; ello continuó el movimiento ascendente que se inició a partir de los deprimidos niveles alcanzados en los episodios hiperinflacionarios de 1989. El incremento de las erogaciones en 1992 se concentró en la seguridad social y en las transferencias a gobiernos locales (determinadas principalmente por el mayor volumen de recursos impositivos coparticipables); en cambio, se redujeron los gastos en personal como proporción del PBI. Por su parte, siguió contrayéndose la inversión real, lo que habría estado asociado en buena medida a la transferencia de actividades al sector privado.

Uno de los principales compromisos asumidos por las autoridades en el acuerdo de facilidades extendidas con el FMI fue el referido a las metas fiscales. Dicho acuerdo especificó objetivos trimestrales para el superávit primario (excluyendo ingresos de capital) y para los ingresos en efectivo por privatizaciones que, para el conjunto del año, se elevaban respectivamente a 3000 y 1860 millones de pesos. El resultado primario efectivamente obtenido fue superior a la meta en los tres primeros trimestres y para el año completo; ello compensó el

Cuadro 20

ARGENTINA. SECTOR PUBLICO NACIONAL NO FINANCIERO (a)

(Unidades: porcentajes del PBI) (b)

	1989	1990(c)	1991(c)	1992(c)
Recursos corrientes del Gobierno Nacional (d)	13,8	13,3	15,2	17,5
Tributarios (e)	12,9	12,4	14,2	16,6
No tributarios (f)	1,0	0,8	1,0	0,9
Erogaciones Corrientes del Gobierno Nacional (d)	13,9	15,4	16,2	16,8
Personal	2,6	3,0	2,9	2,4
Transferencias del Sist.de Seguridad Social (g)	3,3	4,7	5,0	5,3
Intereses de deudas	0,9	1,4	1,5	1,7
internas	0,2	0,3	0,2	0,3
externas	0,7	1,1	1,3	1,4
Transferencias y otras erogaciones corrientes	7,1	6,3	6,8	7,5
Ahorro corriente del Gobierno Nacional (d)	-0,1	-2,1	-1,0	0,7
Ahorro corriente de las empresas públicas	-1,1	0,0	-0,2	-0,1
Financiamiento por emergencia económica (h)	0,1	0,0	0,0	0,0
Recursos de capital del Sector Público Nacional	0,4	0,2	1,2	1,4
Erogaciones de capital del Sector Público Nacional	3,1	1,9	1,7	2,1
Inversión real	2,7	1,7	1,5	1,2
Otras erogaciones de capital	0,4	0,2	0,2	0,9
Necesidad de financiamiento del Sector Público Nacional	3,8	3,8	1,6	0,1
Financiamiento interno (neto)	5,3	2,0	1,8	0,0
Financiamiento externo (neto)	-1,5	1,8	-0,2	0,0

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

(a) Administración Nacional, Sistema de Seguridad Social y Empresas públicas nacionales.

(b) Resultantes de relacionar cifras en términos nominales de la estadística fiscal con el PBI a precios corrientes según la última revisión.

(c) Datos del presupuesto definitivo.

(d) Administración Nacional y Sistema Nacional de Seguridad Social.

(e) Incluye los importes de la Coparticipación impositiva correspondientes a las provincias.

(f) Incluye remanentes de ejercicios anteriores.

(g) Incluye pago de pasividades por parte de la Administración Nacional.

(h) Régimen de ahorro obligatorio.

ligero desvío con respecto al valor previsto de los recursos derivados de las privatizaciones.

En todo caso, las privatizaciones generaron cuantiosos fondos también en la forma de cancelación de bonos: la deuda rescatada por esta vía fue cercana a los 2600 millones de dólares en valor efectivo. Al mismo tiempo, el gobierno instrumentó deudas atrasadas con proveedores, y entregó títulos a jubilados cuyos haberes habían sido liquidados por debajo de lo establecido legalmente; los papeles emitidos por este último concepto rondaron los 3700 millones de dólares (la cifra es neta de lo cancelado en privatizaciones; por otro lado, se estableció que se destinaría a la amortización de estos bonos buena parte del producido de la venta de acciones de la petrolera estatal y una porción de lo recaudado por el impuesto a las ganancias). En conjunto, estas operaciones implicaron un aumento en la circulación de títulos. Sin embargo, teniendo en cuenta la caída en los pasivos no instrumentados, durante 1992 se habría producido una reducción en la deuda pública total. Si bien los rendimientos requeridos por los tenedores para mantener en cartera títulos del gobierno siguieron siendo apreciablemente superiores a la tasa de interés internacional, se observó en términos generales una demanda de bonos más sostenida que en años anteriores, lo que indicaba una recuperación del crédito público luego de un período de aguda restricción financiera.

El incremento de la recaudación tributaria en 1992 se fundamentó en el mayor rendimiento de los impuestos de base amplia. En particular, los ingresos provenientes del IVA se elevaron en un 114%, muy por encima del crecimiento nominal del PBI. En esta evolución gravitaron el aumento de la alícuota (que pasó al 18% a partir de marzo), el sostenido nivel de actividad y, muy especialmente, el cumplimiento más estricto, que se vio inducido por el nuevo régimen de facturación en las ventas de bienes y servicios implementado desde comienzos del año, y por la mayor efectividad en la fiscalización. También se registró un fuerte incremento (cercano al 150%) en la recaudación del impuesto a las ganancias, si bien este gravamen mantuvo una participación todavía reducida en los ingresos totales. Por su parte, el nuevo

impuesto sobre los activos personales aportó recursos inferiores a lo previsto.

El alza de la recaudación agregada estuvo acompañado por visibles cambios en la estructura tributaria. De esta forma, el IVA representó en 1992 más de la mitad de los impuestos captados por entes nacionales (excluyendo a los aportes al sistema de seguridad social), comparado con un 28% dos años atrás. Por su parte, la contribución del impuesto a las ganancias se acercó al 10% (contra un 6% en 1990). Como contrapartida, se redujo la participación de los gravámenes al comercio exterior, dado que la caída de los derechos sobre las exportaciones más que compensó el efecto de la suba en las importaciones. Asimismo, disminuyó la importancia relativa de los impuestos sobre los combustibles, de aquéllos que se aplican sobre productos específicos (bebidas, tabaco y otros) y de tributos diversos, como el que regía sobre los débitos bancarios, y que fue eliminado a partir de julio.

Durante el período se apreció claramente la tendencia a concentrar la recaudación en un pequeño número de impuestos de alcance generalizado. Al mismo tiempo, se notaron cambios significativos en la actitud de los contribuyentes, como respuesta a un control más riguroso. En conjunto, ello apuntaba a establecer un aparato tributario más sistemático, y con una mayor capacidad para generar ingresos. Algunos aspectos de la estructura impositiva, sin embargo, siguieron siendo materia de discusión. Entre otros temas, durante 1992 estuvieron planteados los del financiamiento de la seguridad social, la distribución de los recursos entre el estado nacional y las provincias, y la consistencia entre los impuestos federales y locales.

A comienzos del año, las autoridades propusieron la creación de un impuesto sobre el excedente primario de las empresas (es decir el valor agregado neto de salarios), en sustitución del aporte patronal jubilatorio. Sin embargo, este proyecto no llegó a concretarse. En julio, a efectos de incrementar los fondos dirigidos a las cajas previsionales, se les asignó un porcentaje (que sería inicialmente del 26%, creciendo hasta el 40% en 1994) de la recaudación del IVA, que además fue extendido para aplicarse a los intereses sobre préstamos bancarios y al transporte

de carga.

Poco tiempo después, se negociaron modificaciones al régimen de coparticipación federal de impuestos. Como resultado, se destinó el 15% de los fondos coparticipables al sistema nacional de seguridad social. Por otro lado, el gobierno nacional garantizó a las provincias una transferencia mensual de recursos (imputable a la masa de coparticipación) de 725 millones de pesos mensuales hasta fines de 1993. Al mismo tiempo, se fijó para 1993 un tope de 10% al incremento de los gastos corrientes que las provincias podrían financiar con recursos de coparticipación. En octubre, el gobierno nacional planteó a las provincias un nuevo arreglo fiscal, por el cual los estados locales introducirían un impuesto sobre las ventas minoristas (que reemplazaría gradualmente al aplicado sobre a los ingresos brutos), y eliminarían gravámenes a los sellos y contribuciones sobre electricidad y gas consumidos por empresas; para aquellas provincias que adhirieran a este esquema, se reducirían tributos nacionales sobre la venta de combustibles (excepto la gasolina) y se eliminaría el impuesto a los activos empresariales radicados en ellas. Esta propuesta estaba en instancia de negociación a fines del período; se había instrumentado ya la rebaja de impuestos sobre el gas-oil.

El agotamiento de las fuentes de recursos en momentos de extrema inestabilidad había forzado una apreciable contracción de los gastos del gobierno en el intervalo 1989-1990; existían, además, problemas crónicos en la asignación de esos gastos y en la gestión de las actividades del sector público. La recuperación de los ingresos en el último bienio fue acompañada, aunque en menor magnitud, por las erogaciones, mientras se modificaba su composición. En 1992, los gastos corrientes del sector público nacional, como proporción del PBI, retornaron a niveles similares a los de mediados de los años ochenta, con un mayor peso de las transferencias jubilatorias y una menor participación de las remuneraciones al personal. En ello influyó la reducción en el empleo público. Por otro lado, durante el último año habrían disminuido los salarios reales (referidos al IPC) en la administración central, sin considerar las mejoras que

obtuvieron algunos grupos de agentes como resultado de la puesta en práctica de un nuevo escalafón.

Para el conjunto del sector público no financiero (es decir, consolidando el sector público nacional, provincias, municipios y obras sociales), la estructura del gasto por finalidad en 1992 mostró una leve disminución con respecto al año anterior del porcentaje destinado al funcionamiento del Estado, aunque manteniéndose en niveles más elevados que en la década pasada. Por otro lado, se prolongó la tendencia declinante en los gastos en infraestructura económica y subsidios al sector privado, que representaron menos de la mitad que en el promedio de los ochenta como proporción del total de erogaciones. Como contrapartida, creció la importancia relativa de los rubros de gasto social, como reflejo, principalmente, de los mayores fondos derivados a las pasividades. Desde el punto de vista de la composición del gasto por jurisdicción, parecería que hubo comportamientos diversos entre las provincias en cuanto a su gestión fiscal. De todos modos, en el agregado, se apreciaron los efectos del traspaso de servicios a los gobiernos locales, y del incremento en los recursos a disposición de éstos en los últimos años. En 1992, las provincias y municipios dieron cuenta del 43% de las erogaciones totales, algo menos que en 1991 pero apreciablemente por encima de su participación en los años ochenta. La transferencia de actividades a las jurisdicciones locales quedó especialmente marcada en los rubros de educación y salud.

Al margen de la magnitud de los recursos asignados a esas funciones por los distintos niveles de gobierno, la calidad de las prestaciones siguió ocupando la atención pública, tanto por sus aspectos sociales como por sus efectos a más largo plazo sobre el potencial productivo. Asimismo, hubo una intensa discusión referida a la configuración del sistema jubilatorio, cuya debilidad se había manifestado agudamente en los años recientes. Más allá de la evolución coyuntural, estuvo planteada la reforma del conjunto del régimen de previsión social.

El proyecto, cuya discusión se prolongó a lo largo del año, contempló la elevación gradual

de la edad de retiro, y la creación de un sistema con dos segmentos. Uno, de carácter estatal, mantendría la responsabilidad sobre las jubilaciones vigentes; asimismo, para los trabajadores actualmente activos, tendría a su cargo, al producirse su retiro, la realización de una "prestación básica universal" (de monto uniforme para los individuos con al menos 30 años de aporte), y de una "prestación complementaria", en función de las contribuciones efectuadas al antiguo sistema. El financiamiento provendría de los aportes patronales, y de fondos provistos por el gobierno nacional, a través de mecanismos como la asignación de recursos impositivos ya decidida. El segundo segmento recibiría las contribuciones personales, y operaría bajo un régimen de capitalización, administrado por empresas constituidas con tal propósito. A fines de 1992 estaban bajo consideración algunos elementos de importancia de la reforma. Estos incluían el mantenimiento o no de una opción para los trabajadores de permanecer en el sistema de reparto, el monto de las prestaciones universal y complementaria, la posible presencia de una administradora estatal de fondos de pensión y las reglas acerca de la composición de la cartera de las entidades.

2. La política monetaria

La política monetaria continuó funcionando dentro del esquema definido el año anterior por la ley de convertibilidad, que fijó para el banco central la obligación de vender divisas, cuando le fuera requerido, a un precio de un peso por dólar, y la de mantener reservas (en una definición que abarcó al oro, así como a títulos públicos en dólares hasta un límite del 10% del total) por un monto al menos igual al de la base monetaria. En 1992 se sancionó una nueva carta orgánica del banco central. Entre otras disposiciones, la norma estableció la independencia de esa entidad (sujeta a los requisitos de la legislación en materia cambiaria) y le prohibió conceder redescuentos, así como otorgar créditos al gobierno y a bancos provinciales y municipales; el financiamiento al sector público quedó limitado a la compra a precios de mercado de bonos

Cuadro 21
ARGENTINA. BALANCE MONETARIO

Saldos a fin de año	(millones de pesos)			Tasas anuales de crecimiento	
	1990	1991	1992 (i)	1991	1992 (i)
Dinero (M1)	2700,3	6649,9	8151,1	146,3	55,8
Efectivo en poder del público	2255,7	5218,7	5989,9	131,4	52,3
Depósitos de particulares en cuenta corriente	444,6	1431,2	2161,2	221,9	66,5
Factores de expansión neta	5490,7	11267,7	15802,9	105,2	64,0
Sector externo neto	-3481,1	-4729,5	2025,0	.	.
Banco Central	-813,2	362,0	8044,4	.	.
Entidades financieras	-2667,9	-5091,5	-6019,4	.	.
Crédito interno neto	8971,8	15997,2	13777,9	78,3	-15,5
Gobierno e instituciones públicas (neto) (a)	10970,2	17050,1	11915,2	55,4	-35,3
Sector privado (a)	10753,0	22769,5	33646,9	111,8	60,1
Otras cuentas (neto) (b)	-12751,4	-23822,4	-31784,2	.	.
Depósitos privados en moneda extranjera (c)	1759,9	6486,4	10466,3	268,6	68,9
Cuasidinero (depósitos de ahorro y a plazo) (a)	2790,4	4617,8	7651,8	65,5	73,7
Multiplicadores monetarios (d)					
M1 / Base monetaria	74,7	85,0	82,1	13,9	5,3
M2 / Base monetaria (e)	154,0	144,5	159,6	-6,2	11,1
Coefficientes de liquidez (f)					
M1 / PBI (g)	1,8	2,4	3,4	33,3	41,7(h)
M2 / PBI (e)	4,0	4,6	6,1	15,0	32,6(h)

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

(a) Incluye recursos devengados y créditos en moneda extranjera. En el caso del gobierno, los préstamos son netos de depósitos, incluso en moneda extranjera.

(b) Incluye depósitos privados en moneda extranjera, considerados como factores de absorción.

(c) Los depósitos están registrados con su signo.

(d) Valores obtenidos sobre saldos a fin de año.

(e) M2 : M1 + cuasidinero en moneda nacional.

(f) Los coeficientes de liquidez resultan de relacionar el promedio nominal anual de los agregados monetarios correspondientes con el Producto Bruto Interno a precios corrientes. Las cifras de PBI utilizadas a partir de 1989 corresponden a estimaciones provisionarias.

(g) Calculado a partir de datos desestacionalizados.

(h) Cifras calculadas sobre valores estimados.

(i) Los datos de 1992 corresponden a saldos a fines del mes de octubre, y las tasas de variación se refieren al período anual octubre 1992/octubre 1991.

negociables emitidos por el Tesoro. Por otro lado, se amplió hasta un tercio la proporción de títulos públicos computables dentro del concepto de reservas. Sin embargo, este margen no fue utilizado en 1992: durante el año, las reservas líquidas en activos externos crecieron en relación a la base monetaria y a los agregados más amplios (véase el cuadro 23).

De hecho, las operaciones de regulación de la liquidez primaria se ciñeron aun más estrictamente que en el año previo a la evolución del mercado de cambios. En los últimos nueve meses de 1991, el banco central había acompañado sus compras de divisas con una expansión a través de pases con títulos públicos, que representó un 13% del total de esas operaciones de regulación. Por contraste, en el conjunto de 1992, las transacciones con títulos domésticos tuvieron una magnitud pequeña comparadas con la variación de la base monetaria, y sólo cobraron cierta relevancia en algunos meses (véase el cuadro 22). En particular, las autoridades realizaron operaciones internas contractivas relativamente importantes en enero y también hacia finales del año. En este último caso, influyó probablemente la cercanía del episodio cambiario de noviembre (el único mes en que la intervención en el mercado implicó ventas netas de divisas); la coincidencia del aumento estacional de la demanda de dinero con una actitud restrictiva por parte del banco central dio lugar a un brusco aumento en la oferta de dólares y también se reflejó por un tiempo en las tasas de interés.

Las compras de divisas por el banco central fueron entonces el factor principal del aumento cercano al 40% de la base monetaria a lo largo de 1992. Por otro lado, se redujeron los encajes sobre depósitos de ahorro y cuentas corrientes (si bien los requisitos de reserva sobre estos últimos permanecieron por encima del 70%); ello también tuvo efectos en el crecimiento de los depósitos bancarios, que se manifestó especialmente en las colocaciones a interés. Así, el agregado M2 aumentó más rápidamente que el M1, que a su vez varió en mayor proporción que la base (véase el cuadro 21).

El incremento de los agregados monetarios fue menos intenso que durante el año anterior, pero de cualquier modo superó holgadamente al de los precios. La mayor demanda por saldos reales se asoció con una atenuación de las expectativas inflacionarias y, más genéricamente, con una mayor predisposición del público a mantener activos en moneda nacional. En este sentido, a raíz del sobresalto en el mercado de cambios de noviembre, las autoridades decidieron reforzar la convertibilidad de la moneda autorizando a los bancos a constituir encajes en dólares y a ofrecer cuentas corrientes en esa divisa; las medidas tuvieron impacto sobre las expectativas sin que se produjeran desplazamientos de cartera significativos. De cualquier forma, el carácter bimonetario del sistema financiero siguió siendo marcado.

Cuadro 22

ARGENTINA. OPERACIONES DE REGULACION MONETARIA DEL BANCO CENTRAL

Período	Efecto monetario mensual neto			Contribuciones al crecimiento de la base monetaria (a)				Base Monetaria
	Operaciones con divisas (b)	Pases con Títulos Públicos	Total	Operaciones con divisas (b)	Pases con Títulos Públicos	Operaciones de Regulación	Tasa de variación de la base	
	Millones de pesos			Porcentajes				
1991								3617,1
Ene.	-264,4	-109,0	-373,3	-7,3	-3,0	-10,3	-2,9	3511,2
Feb.	133,7	-39,2	94,6	3,8	-1,1	2,7	17,6	4130,3
Mar.	374,8	78,1	452,9	9,1	1,9	11,0	16,2	4799,5
Abr.	162,1	41,8	203,9	3,4	0,9	4,2	2,2	4906,2
May.	548,8	59,1	607,9	11,2	1,2	12,4	12,1	5498,1
Jun.	189,9	-60,5	129,4	3,5	-1,1	2,4	2,1	5616,2
Jul.	283,8	-2,4	281,4	5,1	0,0	5,0	7,1	6014,4
Ago.	167,2	-0,4	166,8	2,8	0,0	2,8	2,1	6140,1
Set.	392,3	71,4	463,7	6,4	1,2	7,6	6,8	6558,0
Oct.	346,5	-107,3	239,2	5,3	-1,6	3,6	2,6	6726,5
Nov.	574,5	80,9	655,4	8,5	1,2	9,7	8,0	7264,8
Dic.	309,4	362,0	671,4	4,3	5,0	9,2	7,7	7822,9
1992								
Ene.	819,8	-167,8	652,0	10,5	-2,1	8,3	4,7	
Feb.	364,0	31,1	395,1	4,4	0,4	4,8	3,2	
Mar.	87,1	-79,4	7,7	1,0	-0,9	0,1	-5,0	
Abr.	757,8	-9,7	748,1	9,4	-0,1	9,3	7,8	
May.	810,0	0,0	810,0	9,4	0,0	9,4	8,1	
Jun.	391,1	0,0	391,1	4,2	0,0	4,2	-0,9	
Jul.	721,0	120,6	841,6	7,8	1,3	9,1	8,3	
Ago.	314,8	-97,1	217,7	3,1	-1,0	2,2	-1,0	
Set.	374,6	-18,4	356,2	3,8	-0,2	3,6	-4,8	
Oct.	372,6	170,0	542,6	3,9	1,8	5,7	4,9	
Nov.	-228,8	-6,9	-235,7	-2,3	-0,1	-2,4	-2,0	
Dic.	1480,3	-157,7	1322,6	15,2	-1,6	13,6	13,2	

FUENTE : Oficina de la Cepal en Buenos Aires sobre la base de datos del BCRA.

(a) Definidas como $(X(t)/B(t-1))$, donde $X(t)$ es el flujo de la variable X en el mes t y $B(t-1)$ el valor de la base monetaria a fines de $t-1$.

(b) Compras netas de ventas, incluye operaciones de pase.

Durante 1992 prosiguió el fuerte aumento de los depósitos en dólares en los bancos locales; probablemente los nuevos fondos se derivaron en buena parte de activos en divisas de residentes que se mantenían anteriormente en el exterior o en efectivo, atraídos por la posibilidad de obtener rendimientos superiores a los internacionales y por el menor riesgo percibido en la tenencia de fondos en el país. Como consecuencia, el volumen de depósitos en moneda extranjera continuó creciendo como proporción de las colocaciones financieras: hacia finales del año esos depósitos representaban alrededor de dos terceras partes del M2 en pesos.

En 1992 se prolongó la recuperación de los coeficientes de liquidez interna, que habían alcanzado un pronunciado mínimo dos años atrás (véase nuevamente el cuadro 21). Sin embargo, esos índices resultaron todavía inferiores a los de algunos períodos de mediados de los ochenta, cuando la inflación había sido sensiblemente más alta. Así, el cociente entre M1 (en el promedio del año) y el PBI a precios corrientes fue del 3.4% (contra 3.7% en 1986), mientras que M2 en moneda nacional quedó en 6.1% del PBI (10.6% en 1986); una definición más amplia de liquidez, incorporando a los depósitos en moneda extranjera, no llegaba a superar el 10% del PBI. Este comportamiento sugería que los hábitos adquiridos en épocas de inestabilidad en materia de financiamiento de las transacciones corrientes y de composición de cartera se estaban modificando de manera gradual.

En todo caso, el crédito otorgado por el sistema financiero se expandió significativamente en 1992. El sector público redujo su endeudamiento con los bancos. Por contraste, los préstamos al sector privado crecieron con rapidez: en los nueve primeros meses del año, esos créditos aumentaron a una tasa anualizada de cerca del 60%, mayor que la registrada en los tres últimos trimestres del año anterior. También aquí se observó un incremento relativo de las operaciones en moneda extranjera; los saldos de préstamos en divisas al sector privado crecieron en relación al total de créditos y, a fines de octubre, daban cuenta de más de 45% del agregado.

Si bien no se dispone de datos precisos sobre el destino de los nuevos préstamos, es posible que el crédito al consumo --o a empresas que a su vez financiaron ventas de bienes durables-- haya absorbido una porción no despreciable. Asimismo, habría sido significativa la mayor demanda de capital de trabajo de las empresas, por el incremento en el nivel de actividad

Cuadro 23

ARGENTINA. RELACION ENTRE ACTIVOS DE RESERVA Y PASIVOS MONETARIOS (a)

Período	Divisas y colocaciones realizables en divisas			Oro, Aladi Neto, Divisas y colocaciones realizables en divisas			Oro, Aladi Neto, Divisas, colocaciones realizables y Títulos Públicos (b)		
	Base Monetaria	M1 (c)	M2 (d)	Base Monetaria	M1 (c)	M2 (d)	Base Monetaria	M1 (c)	M2 (d)
En porcentajes									
1988	22.1	73.4	16.8	34.4	114.3	26.2	34.4	114.3	26.2
1989	26.6	66.3	51.3	90.6	226.2	175.0	99.2	247.7	191.7
1990	11.1	14.8	7.3	50.1	67.2	33.0	53.8	72.2	35.5
1991	76.0	86.5	52.3	100.8	114.7	69.3	114.7	130.6	78.9
1992									
Trim.1	81.6	98.1	53.7	104.1	125.3	68.5	118.3	142.3	77.8
Trim.2	85.7	102.2	55.2	101.2	120.8	65.2	111.9	133.5	72.1
Trim.3	92.6	111.5	57.0	104.7	126.1	64.5	115.1	138.7	70.9
Trim.4 (e)	90.3	102.5	59.0	99.8	113.2	65.2	113.0	128.2	73.8

FUENTE : Oficina de la Cepal en Buenos Aires sobre la base de datos del BCRA.

- (a): Los datos se refieren a la proporción existente a fines de cada período entre las reservas internacionales (en diversas definiciones) y los agregados monetarios. Estos últimos fueron valuados en dólares aplicando -en los períodos en que rigieron controles de cambio o tipos múltiples- el tipo de cambio vigente para las transacciones financieras autorizadas por el BCRA. A partir de marzo de 1991, el tipo de cambio utilizado ha sido de 10000 australes o 1 peso por dólar.
- (b): Los "Títulos Públicos" están conformados por Bonos Externos en cartera del BCRA, medidos al valor nominal residual.
- (c): Medios de Pago de particulares según datos del Sistema Financiero. Incluye el Circulante en poder del público y los Depósitos en Cuenta Corriente.
- (d): Recursos Monetarios de particulares según datos del Sistema Financiero. Incluye el M1, los depósitos a interés en moneda nacional y los recursos devengados por dichos depósitos.
- (e): Los valores para M1 y M2 corresponden a datos estimados.

y también porque se habría ampliado el crédito comercial. En términos generales, parecería que se alargó el plazo medio de los préstamos, si bien el crédito de larga maduración siguió siendo escaso. Continuando el movimiento iniciado en el año anterior, algunas empresas de gran tamaño buscaron financiamiento directamente en el mercado a través de la emisión de obligaciones negociables y otros instrumentos. En algunos casos, fueron los propios bancos que colocaron títulos a efectos de re-prestar los fondos; también hubo emisiones significativas de firmas de servicios y del sector manufacturero.

Las tasas de interés variaron con tendencia declinante hasta los últimos meses del año, cuando se observó un repunte (véase el cuadro 24). Los rendimientos sobre depósitos bancarios a plazo fijo promediaron un 1% mensual, con un mínimo de 0.8% en junio-julio y un máximo (aislado) de 1.6% en diciembre. Estas tasas fueron significativamente más elevadas que la variación de los precios mayoristas, pero no alcanzaron a igualar el crecimiento de los precios al consumidor. Considerando los retornos en términos de dólares, el diferencial con las tasas internacionales fue menor que en el año anterior, pero resultó todavía apreciable.

El costo del crédito siguió mostrando una gran dispersión: en un extremo se podían identificar casos de grandes firmas capaces de tomar fondos en el mercado abierto a tasas moderadas, mientras que, en el otro, las cargas financieras implícitas en el financiamiento al consumo eran muy altas. Los préstamos bancarios a empresas se efectuaron al parecer con una amplia dispersión de tasas dependiendo de los destinatarios de los recursos; en promedio, las tasas activas reales fueron significativamente positivas, en especial si se toma como referencia a los precios mayoristas. La magnitud de la brecha entre los rendimientos activos y pasivos se podía atribuir en parte a la inmovilización de fondos en forma de encajes, pero también se originaba en los elevados gastos unitarios de funcionamiento del sistema financiero, no obstante el mayor volumen de depósitos y las acciones de racionalización encaradas por los bancos: si bien la relación entre costos operativos mensuales y depósitos fue disminuyendo, todavía se acercaba al 1.7% en el mes de setiembre. El peso de los costos operativos fue particularmente alto en los bancos provinciales y municipales, si bien la situación de estas entidades (algunas de las cuales estaba en vías de privatización) habría sido bastante heterogénea.

Cuadro 24

ARGENTINA. TASAS DE INTERES (a)

Período	Nominales				Respecto del IPC (b)			
	Pasiva (c)	Activa (d)	Activa (e)	Activa (f)	Pasiva (c)	Activa (d)	Activa (e)	Activa (f)
1990	17,6	31,5	40,2	31,5	-1,3	9,7	14,2	9,7
Trim. 1	38,2	70,2	124,5	70,2	-5,8	16,5	52,3	16,5
Trim. 2	11,4	20,9	13,2	20,9	-1,1	7,3	0,5	7,3
Trim. 3	12,5	20,0	14,2	20,0	-0,2	6,7	1,3	6,7
Trim. 4	8,1	14,9	8,9	14,9	1,8	8,1	2,5	8,1
1991	4,4	8,6	4,4	8,6	-0,4	3,4	-0,5	3,4
Trim. 1	14,2	21,2	12,6	21,2	0,0	6,2	-1,4	6,2
Trim. 2	1,3	5,1	1,8	5,1	-1,3	2,2	-1,0	2,2
Trim. 3	1,2	5,1	1,7	5,1	0,0	3,5	0,2	3,5
Trim. 4	0,8	3,0	1,5	3,0	-0,3	1,5	0,2	1,5
1992	1,0	1,4	1,2	2,3	-0,2	0,2	0,1	1,1
Trim. 1	1,0	1,2	1,0	2,7	-0,9	-0,7	-0,8	0,8
Trim. 2	0,9	1,0	0,9	2,5	-0,2	0,0	-0,2	1,4
Trim. 3	0,9	1,3	1,1	2,2	-0,4	0,0	-0,1	0,9
Trim. 4	1,3	2,1	2,0	2,0	0,7	1,6	1,4	1,5

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

- (a) Los valores trimestrales y anuales de rendimientos $(1+r(t))$ 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) Tasa testigo sobre depósitos a plazo fijo.
- (d) Tasa vigente en operaciones interempresarias a siete días con garantía BONEX.
- (e) Tasa para préstamos interbancarios tomados por entidades de primera línea.
- (f) Tasa aplicada por el Banco de la Nación Argentina por descuento de documentos a 30 días.

Los mercados de bonos y acciones evolucionaron de modo distinto en las dos mitades del año. En la primera parte del período se prolongó el movimiento alcista de las cotizaciones, que había sido muy intenso en 1991. Los precios de los títulos públicos (tanto en pesos como en dólares) crecieron en ese lapso en un orden de magnitud del 5%. Esto se correspondió con una baja en los índices de "riesgo país", obtenidos comparando los rendimientos de los bonos domésticos en moneda extranjera con papeles internacionales de características similares: a mediados de 1992 esos índices eran cercanos al 6% anual, un punto menos que los valores de fines del año anterior, y (dependiendo del título sobre el cual se efectúa el cálculo), entre 8 y 12 puntos por debajo de las cifras de 1991. Por su parte, los precios de las acciones aumentaron algo más de 1% entre el promedio de junio de 1992 y el de diciembre de 1991. Si bien este incremento fue proporcionalmente leve, bastó para mantener a las cotizaciones a un nivel que triplicaba el de doce meses atrás. Un indicador de la actitud de los demandantes de títulos en ese período fue el agudo interés demostrado por las acciones de una de las compañías de teléfonos, que el gobierno lanzó al mercado en marzo; el precio de venta --que resultó significativamente más alto que el registrado el año anterior en la colocación de acciones de la otra empresa del sector-- superó holgadamente el valor de mercado de esos títulos unos meses más tarde.

La fuerte suba en la demanda de acciones desde 1991 a mediados de 1992 respondió al mejoramiento de las condiciones macroeconómicas y a expectativas más optimistas sobre los rendimientos futuros de las empresas pero, a juzgar por la experiencia posterior, llevó los precios más allá de niveles sostenibles. Es decir que no se validaron las previsiones que probablemente se habían formado muchos operadores en el sentido de que la continuación del movimiento ascendente permitiría obtener tasas de retorno considerablemente altas. En el segundo semestre de 1992, frente a cambios no demasiado pronunciados en el comportamiento del financiamiento externo y de la actividad real, el mercado accionario mostró una abrupta reversión de tendencia.

La entrada de capitales del exterior fue algo menos fluida en ese período; esto se observó también en otros países de la región. En todo caso, los retornos demandados para mantener títulos en cartera fueron más altos que en los meses anteriores: la brecha entre el rendimiento implícito en los bonos externos del gobierno y las tasas internacionales análogas subió cerca de

tres puntos anuales entre junio y diciembre (el diferencial en este mes estuvo probablemente influenciado por las particulares condiciones de exceso de demanda de dinero que se manifestaron entonces). El precio de los bonos reflejó estas variaciones: en el transcurso del semestre se registraron bajas difundidas, en un rango entre un 4% (para una de las series de bonos externos) y algo más del 25% (para los recientemente emitidos bonos previsionales, tanto en pesos como en dólares).

La caída fue apreciablemente más aguda en las acciones, lo que sugería que, al margen de la repercusión de los movimientos de la tasa de interés, tuvo lugar una marcada revisión de expectativas sobre el flujo de retornos futuros. Los precios, en promedio, tocaron su mínimo en noviembre; la baja acumulada desde junio alcanzó a más del 55%, lo que implicó una reversión a los niveles de las cotizaciones a mediados del año anterior.

Si bien este comportamiento de los precios de activos financieros modificó sustancialmente la tónica de los mercados con respecto a lo observado poco tiempo antes --y, probablemente, indujo en los operadores una actitud más cautelosa-- hacia fines del año se percibían algunos signos de que la tendencia declinante no se prolongaría. Así, en diciembre se registró un repunte en el mercado accionario, mientras que la firma del acuerdo de refinanciación de la deuda externa dentro del plan Brady creaba la expectativa de una baja en los índices de "riesgo país", cuya influencia sobre las tasas de interés se manifestaría cuando se moderara la demanda de dinero, una vez pasado el período de máximo estacional.