

COMISIÓN ECONÓMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

25

**EL MOVIMIENTO DE CAPITALS
EN ARGENTINA**

José María Fanelli
José Luis Machinea



NACIONES UNIDAS

PROYECTO NUEVOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA AMÉRICA LATINA

SERIE FINANCIAMIENTO DEL DESARROLLO

**EL MOVIMIENTO DE CAPITALS
EN ARGENTINA**

**José María Fanelli
José Luis Machinea**



NACIONES UNIDAS

**COMISIÓN ECONOMICA PARA AMÉRICA LATINA Y EL CARIBE
PROYECTO NUEVOS FLUJOS FINANCIEROS HACIA AMÉRICA LATINA**

Santiago de Chile, agosto de 1994

LC/L.857
Agosto de 1994

Este trabajo fue preparado por los Consultores señores José María Fanelli y José Luis Machinea para el Proyecto "Nuevos Flujos Financieros hacia América Latina". Los puntos de vista expresados en este estudio, el cual no ha sido sometido a revisión editorial, son de exclusiva responsabilidad de sus autores y pueden no coincidir con los de la Organización.

El Proyecto "Nuevos Flujos Financieros hacia América Latina" fue realizado por la CEPAL, en colaboración con el Instituto Norte-Sur de Ottawa, Canadá. El proyecto contó con el apoyo financiero del Centro Internacional de Investigaciones para el Desarrollo (CIID) de Canadá. Los siete estudios preparados serán publicados en español por el Fondo de Cultura Económica de México, y una versión en inglés será publicada por Lynne Rienner, Boulder, Colorado.

INDICE

Página

Prefacio	5
INTRODUCCION	9
I. LAS POLITICAS CAMBIARIAS Y FINANCIERAS EN EL PERIODO PREVIO A LA REFORMA ACTUAL	11
1. La arquitectura del programa de liberalización y pautas cambiarias	11
2. La evolución de la economía bajo el programa de liberalización	12
3. Algunas lecciones de la experiencia de liberalización	14
4. Los movimientos de capital durante la "crisis de la deuda" de los ochenta	15
II. LOS FLUJOS DE FONDOS EXTERNOS EN LOS NOVENTA	19
1. La incidencia de factores internos en el movimiento de capitales: las reformas del marco económico, institucional y legal	19
2. Composición y magnitud de los flujos de fondos bajo la convertibilidad	22
3. La asignación del flujo de fondos externos	23
4. Flujo de fondos externos y transformaciones en el mercado de capitales doméstico	27
III. FLUJOS DE CAPITAL, ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO	33
1. Estabilidad macroeconómica y flujos de capital	33
2. Crecimiento, ahorro externo e inversión	37
REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS	41
Anexo 1: CUADROS ESTADISTICOS	43

PREFACIO

Le estamos muy agradecidos al IDRC por responder rápidamente a la necesidad de investigación en este nuevo e importante tema y por proporcionar apoyo financiero al proyecto. Queremos también expresar nuestra gratitud a la CEPAL por su respaldo intelectual y financiero al proyecto así como por acoger en su sede la realización de dos talleres, y al Banco Mundial por aportar un estudio realizado por miembros de su personal.

Este proyecto tiene algunas características singulares. Una es la interacción de especialistas de alto nivel, tanto académicos como responsables de formular las políticas, y de expertos de los países desarrollados y en desarrollo. El proyecto se benefició también de la participación de colegas de los organismos internacionales, como la CEPAL, el Banco Mundial, el Fondo Monetario Internacional y el Banco Interamericano de Desarrollo.

Una segunda característica de los proyectos del IDRC, aplicada también al presente estudio, es el uso de varias reuniones de autores, con comentaristas invitados, para enriquecer los resultados y compartir las experiencias. De ese modo, se realizó la primera reunión en marzo de 1993 en Santiago, en la sede de CEPAL, para analizar un documento marco de referencia para el proyecto preparado por Roy Culpeper y Stephany Griffith-Jones, así como esquemas de trabajos sobre estudios de casos. Se realizó una segunda reunión en la CEPAL en Santiago en diciembre de 1993 con el fin de examinar los borradores de los trabajos que se incluyen en esta serie de documentos. En esta última reunión, se contó con valiosos aportes hechos por comentaristas, entre ellos representantes del Banco Central de Chile y del Ministerio de Hacienda, del Banco de la Reserva Federal de Dallas, Estados Unidos, del Banco Mundial, del Banco Interamericano de Desarrollo y del Fondo Monetario Internacional, de instituciones financieras privadas (británicas, norteamericanas y chilenas), así como de académicos.

Además, se llevaron a cabo en Londres (en el Instituto de Estudios Latinoamericanos de la Universidad de Londres), en Washington, D.C. (en la Brookings Institution y en el Banco Interamericano de Desarrollo) y en Nueva York (en las Naciones Unidas) una serie de reuniones finales muy exitosas, cuyo objetivo era presentar los resultados del proyecto a académicos de alto nivel, financistas privados, representantes de bancos centrales y periodistas. Les estamos muy agradecidos a Victor Bulmer-Thomas (en Londres), Nora Lustig y Robert Devlin (en Washington) y Cristián Ossa (en Nueva York) por su decisiva ayuda en la organización de reuniones de tan alto nivel. Agradecemos también en forma muy especial a Enrique Iglesias, Presidente del Banco Interamericano de Desarrollo, y a Jean Claude Milleron, Subsecretario General de las Naciones Unidas, sus estimulantes y agudos comentarios.

Los trabajos incluidos en el presente proyecto se dividen en tres grupos. El primero aborda las fuentes de flujos financieros, haciendo una distinción entre los créditos y las inversiones de Estados Unidos y Canadá (fuente principal de los flujos privados hacia América Latina en el decenio de 1990), los créditos e inversiones de Europa (los flujos provenientes de Europa, aunque en el segundo lugar en importancia después de los de los Estados Unidos, son de mayor trascendencia de lo que generalmente se percibe en la región de América Latina), y los fondos provenientes de Japón (caracterizados hasta ahora por su nivel más bien bajo).

Si bien en este proyecto se establece una diferencia entre la escala, las características y las motivaciones de los inversionistas y prestamistas de América del Norte, Europa y Japón (distinción que a nuestro entender es valiosa para lograr una mejor comprensión de los diferentes mercados), vale la pena mencionar los límites de esa distinción, debido a la tendencia hacia la universalización de los mercados financieros. Cada uno de los trabajos sobre las fuentes de los flujos financieros analiza separadamente la inversión extranjera directa, los valores (tanto bonos como acciones) y los créditos bancarios; cada uno de ellos examina las motivaciones de los prestamistas y los inversionistas, así como la reglamentación existente que afecta a dichos flujos.

El segundo grupo de trabajos trata en profundidad las características de los flujos de capital y sus efectos macroeconómicos, al igual que la respuesta de las autoridades económicas en materia de políticas en tres países de América Latina: Argentina, Chile y México. Los tres países se hallan entre los que han experimentado aumentos particularmente considerables de afluencia de capital durante el decenio en curso, con un incremento especialmente notable en el caso de México. Se hace hincapié en la variedad de las respuestas de las autoridades económicas a las cuantiosas corrientes de capital en los tres países; esas respuestas se relacionan fundamentalmente con los intentos: a) por moderar el efecto de los ingresos de capital en la apreciación del tipo de cambio (especialmente en el caso de Chile); b) por reducir el efecto monetario de las operaciones de divisas, y c) por moderar la afluencia de capital, en especial el de corto plazo (como se hizo en México y especialmente en Chile).

En la tercera sección de grupo de trabajos se exponen las repercusiones en materia de políticas para los países receptores, y las enseñanzas dejadas por los estudios de casos de los mercados. Un tema importante de esta sección es que el hecho de que se hayan reanudado los flujos de capital privado hacia América Latina debe acogerse con beneplácito, debido tanto a su potencial aporte positivo a la recuperación de la actividad económica y desarrollo de la región, como a las mayores posibilidades de rentabilidad para los inversionistas y prestamistas de los países industriales; sin embargo, para hacer sostenibles los beneficios mutuos de esos flujos, los gobiernos de los países originarios del financiamiento y los de los países receptores deberían adoptar ciertas medidas. Entre las que se han analizado se hallan un mejor seguimiento de los flujos de fondos y una supervisión coordinada de las mismas. Se identifican los vacíos en materia de regulación, que deben corregirse con cierta urgencia, como la reglamentación mundial de los valores mobiliarios. De igual importancia es que en los países receptores se adopten medidas macroeconómicas adecuadas (por ejemplo, para evitar la excesiva apreciación cambiaria) con el fin de hacer sostenibles a largo plazo los beneficios de los flujos privados de capital.

Los trabajos que componen el proyecto se escribieron principalmente en un período de abundancia (y en verdad de sobreabundancia) de flujos de capital destinados a América Latina, y prevalecían los temas relacionados con la gestión de dicha abundancia. En momentos en que se publica este documento (mediados de 1994), hay incertidumbre con respecto a la sostenibilidad de esos flujos de financiamiento a los

niveles recientes. Estas eventuales nuevas tendencias son consistentes con el énfasis que hemos dado a la inestabilidad de importantes componentes de esos flujos y a sus implicaciones de política económica.

Queremos agradecer la colaboración técnica de Alvaro Calderón y Daniel Titelman y la valiosa labor de preparación del manuscrito final efectuada por la Sra. Lenka Arriagada.

Ricardo Ffrench-Davis y Stephany Griffith-Jones
Coordinadores del Proyecto

INTRODUCCIÓN

Los determinantes de los movimientos de capital hacia América Latina parecen relacionarse en primer lugar con factores externos a la región tales como la evolución de las tasas de interés internacional, los cambios en la operatoria y las regulaciones en el mercado de capitales del exterior y los saldos en cuenta corriente de los Estados Unidos (Culpeper y Griffith-Jones, 1992, Calvo *et. al.*, 1993; Damill *et. al.*, 1993). Aún cuando en general se acepta que la estabilidad macroeconómica y las reformas estructurales orientadas a proveer un mayor papel a los mercados pueden constituir elementos importantes, su contribución sólo parece ser relevante para explicar las diferencias en el margen. No para dar cuenta de un cambio espectacular en el sentido y la cuantía de los flujos de capital del tipo del que está ocurriendo en la región en los últimos años. En este sentido, suelen citarse los ejemplos de Chile y Brasil. Chile, aún habiendo estabilizado su economía e implementado las reformas estructurales desde mediados de los ochenta, no recibió cantidades significativas de capital de origen voluntario y privado¹ en ese período, mientras que Brasil ha recibido recientemente elevadas sumas de inversión financiera externa sin haber estabilizado su economía ni haber emprendido un plan sistemático de ajuste estructural.

Dado que este trabajo se orienta a analizar lo ocurrido con los movimientos de capital en el ámbito de la economía argentina, los factores internacionales serán considerados exógenos. El objetivo básico que nos proponemos es identificar los efectos que sobre la economía nacional han tenido los cambios en los flujos de capital. Tanto en lo relativo a la estabilidad macroeconómica como en lo que hace a los cambios inducidos en la estructura real y financiera.

En realidad, esta cuestión sería relevante aún si los movimientos de capital fueran totalmente explicados por las políticas de reforma internas y no dependieran del contexto internacional. Si para contar con capitales externos hay un conjunto de reformas -y no otro- capaz de cumplir con tal objetivo, una pregunta válida es si tales reformas son aptas también para asegurar la estabilidad y el crecimiento equilibrado una vez que los capitales externos comienzan efectivamente a ingresar. Por ejemplo, si la liberalización financiera es una condición sine-qua-non, ¿es compatible un régimen de libertad financiera y entrada masiva de capitales con las señales de tipo de cambio y tasas de interés necesarias para el crecimiento sostenido?.

Una fuente de crucial importancia para la identificación de los hechos estilizados referidos a la interacción entre movimientos de capital y economía nacional lo constituyen las experiencias pasadas de apertura e integración con el mercado internacional de capitales. En este sentido el análisis referido a la Argentina cuenta con una ventaja

¹ Chile, no obstante, recibió un fuerte apoyo de los organismos de financiamiento multilaterales en el proceso de estabilización y cambio estructural que emprendió durante los ochenta. Una parte no despreciable de la mejor "performance" chilena durante este período comparada con otros países de la región como México, Argentina o Brasil, puede haberse debido a que el apoyo externo recibido fue significativamente mayor al de los países mencionados. Los elementos para sustentar esta hipótesis aparecen en Damill *et. al.* (1991).

importante. Entre fines de los setenta y principios de los ochenta se experimentó un proceso que presenta similitudes con el actual: se introdujeron una serie de reformas liberalizadoras en un contexto de fluidez del mercado internacional de capitales y hubo un fuerte incremento en la magnitud de los movimientos de capital externo. Estos hechos tuvieron profundos efectos sobre la estabilidad de corto plazo así como consecuencias permanentes sobre el ahorro, la inversión y el proceso de intermediación financiera.

En función de esto, dedicaremos la mayor parte de la primera sección a la identificación de los hechos estilizados de la reforma liberalizadora antes mencionada y cerraremos la misma con una referencia breve a lo ocurrido durante la década de los ochenta. Tal referencia tiene por objeto resaltar las secuelas más importantes dejadas por la "crisis de la deuda" en términos de restricciones al crecimiento.

La segunda sección está destinada al estudio de la anatomía y magnitud de los flujos de capital actuales y al de la interacción de éstos con la estructura financiera y del mercado de capitales. Así, en primer lugar, se analizan las reformas del marco de política económica, institucional y legal que precedieron -o coincidieron con- la reversión en el sentido del flujo de capitales. En segundo lugar se identifican los cambios más importantes ocurridos en la composición y la magnitud de los diferentes rubros que conforman el ingreso de capitales externos. En tercer lugar, aún con las restricciones existentes en la base informativa, se hace un esfuerzo por identificar a los beneficiarios internos del acrecido financiamiento externo (sector público vs. sector privado, sectores comercializables vs. no-comercializables y grandes vs. pequeñas unidades económicas). Por último, se examinan las consecuencias de los ingresos de capital sobre la estructura financiera interna.

La sección final se ocupa de las consecuencias macroeconómicas de la entrada de capitales en términos de estabilidad y crecimiento. Se hace una evaluación de lo ocurrido durante el Plan de Convertibilidad y, con una perspectiva de más largo plazo, se examina la relación entre ahorro, inversión, crecimiento y movimientos de capital en el actual contexto.

I. LAS POLITICAS CAMBIARIAS Y FINANCIERAS EN EL PERIODO PREVIO A LA REFORMA ACTUAL

La primera experiencia de liberalización de la cuenta capital y de apertura prácticamente irrestricta al flujo de fondos del exterior fue implementada a partir de diciembre de 1978 y estuvo en vigencia por algo más de dos años hasta que, en el primer trimestre de 1981, sufrió un completo colapso en el marco de una corrida sin precedentes contra la moneda doméstica alimentada por una fuga de capitales también sin precedentes. El resultado final del programa fue exactamente el contrario al buscado. Al abandono de éste siguió una larga serie de maxidevaluaciones y, como no fueron suficientes para evitar la fuga masiva de capitales, a principios de 1982 el proceso culminó con una importante reversión de las reformas al introducirse nuevamente un estricto control de las importaciones y de las transacciones externas de la economía. En lo que sigue trataremos de identificar algunos hechos estilizados y extraer algunas lecciones de esta experiencia.

1. La arquitectura del programa de liberalización y pautas cambiarias

En el marco del programa, las restricciones a los movimientos de capital fueron reducidas en forma sustancial², algunas -pero no todas- las restricciones cuantitativas sobre las importaciones fueron eliminadas y los aranceles fueron marcadamente reducidos³. Con el objeto de asegurar la estabilidad macroeconómica durante el proceso de liberalización, se lanzó un plan de estabilización en diciembre de 1978. La pieza central del programa fue el establecimiento de una "tablita" de devaluaciones anticipadas⁴. Inspirado en una versión modificada del enfoque monetario del balance de pagos, el programa asumía que, en un contexto de creciente integración con la economía internacional, si se preanunciaba una tasa decreciente de devaluación la ley de la paridad del poder de compra induciría la

² Las medidas de liberalización consistieron en la eliminación completa de las normas atinentes a la constitución de depósitos y en la reducción a un año del plazo mínimo de contratación de préstamos financieros que, posteriormente, fue completamente eliminado. Algunas restricciones menores fueron mantenidas, aunque también éstas fueron gradualmente flexibilizadas.

³ Debido a la presión de los productores, la liberalización comercial no afectó de manera significativa a los insumos industriales. Como consecuencia, la competitividad de las firmas productoras de bienes finales fue severamente castigada. Tales firmas debían enfrentar la competencia externa pero sin tener acceso a insumos a precios internacionales.

⁴ En principio se anunció la tasa de devaluación para un período de ocho meses y, posteriormente, el mismo fue ampliándose.

convergencia entre la tasa de inflación doméstica y la externa. Cuando la devaluación preanunciada llegara a cero, la inflación doméstica se igualaría a la internacional.

En el plano monetario el programa asumía que, con la libre movilidad de capitales asegurada, la cantidad de dinero se tornaría endógena evitando que el Banco Central pudiera implementar una política monetaria independiente que afectara las tasas de interés haciéndolas diverger de las tasas internacionales⁵. Con el objeto de proteger las reservas internacionales, se establecieron pautas para la emisión de crédito interno cuya tasa de expansión se fijó en forma congruente con el ritmo de devaluación implícito en la "tablita". En lo que hace a la expansión secundaria, no obstante, la política monetaria resultó bastante expansiva. El coeficiente de efectivo mínimo fue significativamente reducido⁶. El propósito era inducir una expansión de la oferta de crédito que favoreciera al sector privado⁷ en el nuevo contexto de "desrepresión" financiera creado por la nueva Ley de Entidades Financieras que, a partir de 1977 y previo a la apertura externa, dejó libradas a la determinación por el mercado tanto las tasas de interés internas como la asignación del crédito⁸.

2. La evolución de la economía bajo el programa de liberalización

El efecto impacto de la liberalización de la cuenta de capitales y la "tablita" cambiaria fue incentivar una fuerte entrada de fondos privados (véase cuadro 1).

El ritmo de entrada de capitales privados, no obstante, tiende a desacelerarse a partir del punto máximo que se registra en el último trimestre de 1979. En el segundo trimestre de 1980, los flujos privados son negativos por primera vez y, en el primer trimestre de 1981, se produce un espectacular reflujo de fondos privados de U\$S 3.797 millones que lleva al colapso del programa: la pérdida acelerada de reservas obligó al abandono de la política de devaluaciones preanunciadas.

En el cuadro puede verse, por otra parte, que los movimientos de fondos del sector público revistieron un carácter "anticíclico". En el lapso en que la entrada de capitales privados es más marcada, la demanda de crédito público externo se estanca. En

⁵ Tanto más cierto esto sería cuanto más próximos sustitutos resultaran los activos externos y los internos. Sobre la efectividad de la política monetaria en un contexto de imperfecta sustitución entre activos financieros externos e internos ver Obstfeld (1982).

⁶ El coeficiente de efectivo mínimo fue reducido desde un nivel de 45% al momento de lanzarse la reforma financiera en 1977, a 29% a fines de 1978. A fines de 1979 se ubicaba en un nivel del 16.5%.

⁷ Este objetivo, no obstante, fue sólo parcialmente conseguido. Las autoridades permitieron que el sector público compitiera con el privado en la obtención de crédito en los bancos comerciales.

⁸ La liberalización del sistema financiero siguió el enfoque de Mc Kinnon. En realidad, deberíamos decir del "primer" Mc Kinnon ya que en sus últimos escritos este autor parece ser mucho más cauto en relación con las bondades asignativas de un sistema financiero liberalizado. Ver Mc Kinnon (1991) y Fanelli y Frenkel (1993). Sobre la liberalización financiera de 1977 en la Argentina ver Feldman y Sommer (1984), Feldman (1983) y Damill y Frenkel (1987). Sobre las experiencias de liberalización en el Cono Sur ver Ffrench-Davis (1983), Machinea (1983) y Díaz Alejandro (1985).

el período de mayor salida de capitales privados, por el contrario, las autoridades trataron de compensar el drenaje de capitales privados con aumentos de su demanda de crédito externo. En un contexto de incertidumbre creciente, la liberalización del mercado de capitales llevó a un aumento del endeudamiento público e incentivó la fuga de capitales.

La evolución del grado de credibilidad respecto de la capacidad de las autoridades para cumplir con las devaluaciones anticipadas por la tablita jugó un rol fundamental en la determinación de los movimientos de fondos privados. Al comienzo del programa, debido tanto a la sólida posición de reservas del Banco Central como al hecho de que la economía había generado fuertes superávits en cuenta corriente en los dos años previos, la credibilidad de la tablita era muy alta. En tal contexto, la pauta de devaluación actuaba como un seguro de cambio gratuito para quienes estaban dispuestos a realizar las ganancias originadas en el arbitraje entre las tasas de rendimiento internacional y las internas. A medida que pasaba el tiempo, no obstante, la credibilidad de la pauta se resintió dando lugar a un incremento de la incertidumbre cambiaria, a pesar de la existencia de la tablita. Este aumento de la incertidumbre se reflejó, básicamente, en una evolución creciente de la prima de riesgo país (véase nuevamente el cuadro 1). Dos elementos fundamentales están detrás de este aumento progresivo de la incertidumbre y ambos pueden considerarse endógenos al programa de liberalización: el creciente desequilibrio de la cuenta corriente y el "ciclo de crédito" disparado a nivel doméstico por los movimientos de capitales externos en el marco de un sistema financiero liberalizado⁹.

El creciente desequilibrio de la cuenta corriente se debió fundamentalmente a la tendencia ascendente del desbalance comercial que, a su vez, tenía su causa en la explosión de la demanda de importaciones. El superávit de U\$S 2.566 millones de 1978, se convirtió en un déficit de U\$S 2.519 en 1980 al tiempo que las importaciones se multiplicaban por 2,7 en igual período. Las causas subyacentes de este último hecho, por otra parte, fueron la abrupta liberalización de las transacciones comerciales externas y el sistemático atraso del tipo de cambio inducido por una tasa de inflación interna permanentemente mayor a la suma de la tasa de devaluación y la tasa de inflación internacional. En el cuadro 1 puede verse la sustancial distorsión en los precios relativos que se registraba al momento del colapso del experimento de liberalización.

El súbito aumento del flujo de fondos desde el exterior que siguió a la desregulación de la cuenta de capitales se produjo en el marco de mercados financieros libres y escasamente supervisados por el Banco Central. Ello dio lugar a una fuerte expansión del crédito que se vio reforzada por el hecho de que la autoridad monetaria, lejos de esterilizar el aumento de la oferta monetaria, tendió a potenciarlo vía reducciones en el coeficiente de efectivo mínimo. En este contexto, en los primeros meses del programa las tasas de interés real resultaron negativas.

La fase de crédito fácil, no obstante, tendió a agotarse rápidamente. En primer lugar, las tasas reales empezaron a repuntar ya a fines de 1979 junto con la disminución de la credibilidad en la pauta de devaluación anticipada. En segundo lugar, la calidad de la cartera de préstamos de los bancos tendió a deteriorarse porque la gran velocidad del proceso de expansión crediticia actuó en contra de la eficiencia en la asignación. Buena parte del crédito se orientó a la formación de stocks especulativos y a la adquisición de inmuebles. En tercer lugar, la falta de una adecuada supervisión permitió un desproporcionado crecimiento de los grupos relacionados con los bancos nacionales. Por último, la fragilidad financiera se vio acentuada al deteriorarse los márgenes de

⁹ Sobre la relación entre riesgo y evolución de las cuentas externas ver Frenkel (1983) y para una exposición de la evolución financiera de la economía en esta etapa Damill y Frenkel (1987).

rentabilidad empresarial a causa de la competencia externa en los rubros comercializables y la incipiente recesión.

Si bien la reforma financiera aumentó el grado de monetización de la economía, no estuvo en condiciones de alargar el plazo de los depósitos domésticos. En su gran mayoría éstos estaban colocados por períodos inferiores a un mes. Este hecho facilitó la rápida reasignación de la cartera del sector privado que sustituyó en forma creciente activos domésticos por colocaciones en divisas a medida que aumentaba la incertidumbre cambiaria. Las dificultades de las empresas y los particulares para cancelar los créditos pari passu con la caída en la demanda de depósitos bancarios generaron serios problemas de descalce entre la cartera activa y pasiva de los bancos. En el primer trimestre de 1980 el mayor de los bancos nacionales fue intervenido por el Banco Central y diversas entidades siguieron el mismo camino en los años siguientes.

La política monetaria se reveló completamente estéril para detener el drenaje de reservas internacionales en el contexto de la crisis. Durante un breve período se intentó utilizar la contracción monetaria para revertir el sentido de los movimientos de capital vía incremento en los diferenciales de tasas. El encaje fue aumentado en dos puntos por primera vez desde la reforma del 77¹⁰. Sin embargo, esta contracción monetaria adicional a la que ya se estaba generando por la pérdida de reservas agravó aún más la difícil situación de los bancos y el Banco Central no sólo tuvo que revertir la política de contracción sino que, además, se vio obligado a actuar como prestamista de última instancia para evitar el colapso del sistema de crédito. La evolución de la oferta monetaria, de esta forma, pasó a estar endógenamente determinada por la crisis financiera.

En definitiva, la crisis financiera de 1980-81, originada en la liberalización, anticipó a la "crisis de la deuda" latinoamericana de principios de 1982. En realidad, para la Argentina, la crisis de la deuda significó que el racionamiento del crédito externo que estaba afectando al sector privado a partir de la crisis financiera interna, también alcanzó a los créditos oficiales. Ante esta nueva situación, el sector público no pudo seguir endeudándose para mantener la ficción de una cuenta de capitales "abierta". A principios de 1982, como ya dijéramos, se implementaron medidas extraordinarias de "cierre" del sector externo¹¹.

3. Algunas lecciones de la experiencia de liberalización

Algunas de las lecciones de relevancia que se pueden extraer de la experiencia antes comentada son las siguientes. Primero, los movimientos de capital originados en el sector privado muestran una gran volatilidad que parece ser mayor en los períodos de apertura

¹⁰ Una medida complementaria fue la total eliminación de los plazos mínimos para la amortización de los préstamos externos. Esta medida logró que la entrada de capitales repuntara muy transitoriamente en el tercer trimestre de 1980, a costa de una reducción adicional en el plazo medio de los préstamos de las empresas.

¹¹ A partir de abril de 1982 se estableció el mecanismo de consulta previa al Banco Central para todo tipo de operación de cambio. Desde entonces comenzaron a acumularse los atrasos en los pagos externos. Asimismo, se estableció que la cancelación de obligaciones por utilidades, dividendos y regalías debía hacerse mediante el uso de Bonos Externos. Las medidas más estrictas fueron siendo flexibilizadas durante 1983 y 1984.

de la cuenta capital. Los efectos negativos de esta volatilidad sobre los mercados domésticos son difíciles de amortiguar recurriendo a los instrumentos de estabilización de corto plazo. Además, si bien se observa una correlación entre entradas de capital y aumento del grado de "profundización" financiera medido por la relación moneda/PBI, ello no garantiza un alargamiento de los plazos de las colocaciones internas. Segundo, los movimientos de capital tienen consecuencias macroeconómicas importantes. Los mecanismos de transmisión actúan vía atraso del tipo de cambio y generación de ciclos de crédito. Ambos hechos tienden a generar desequilibrios insostenibles en la cuenta corriente y fragilidad en el sistema financiero interno. Tercero, los flujos de capital externo tienden a ser excesivamente grandes en relación al tamaño del mercado de capitales doméstico y el sistema financiero no tiene capacidad para intermediar eficientemente un aumento brusco y elevado en la oferta de crédito ni, como se dijo, para amortiguar la volatilidad de los flujos. Este hecho se agrava si la política del Banco Central actúa pasivamente, tanto en lo que hace a la esterilización de los fondos como a la supervisión de la cartera de las entidades. Cuarto, cuando el sistema de pagos y crédito se ve seriamente amenazado, el sector público se ve obligado a actuar de manera compensatoria. Sea a través de la función de prestamista de última instancia del Banco Central, sea a través de la política de manejo de la deuda pública (endeudándose para compensar caídas de reservas). Si este hecho es internalizado por el sector privado ello puede dar origen a la existencia de "moral hazard" en tanto existe un seguro de depósitos y/o de cambios implícito. Quinto, los esquemas de tipo de cambio fijo o de devaluación pautaada en el contexto de inflaciones de origen no monetario, actúan como seguros gratuitos de cambio en el corto plazo a costa de generar alta incertidumbre en el mediano plazo sobre la evolución del tipo de cambio. En este sentido, quizá valga la pena mencionar que la actual política chilena de aumentar la incertidumbre cambiaria en el corto plazo a cambio de una mayor certidumbre de largo parece mucho más eficiente para desalentar los capitales especulativos de corto plazo e incentivar la inversión real a largo, sobre todo en las ramas de bienes comercializables¹².

4. Los movimientos de capital durante la "crisis de la deuda" de los ochenta

La dinámica de comportamiento de los flujos de capital en los ochenta muestra diferencias profundas tanto con el período previo que acabamos de comentar como con lo ocurrido en lo que va de los noventa. Más allá de la caótica situación macroeconómica que la Argentina estaba viviendo hacia 1982, la nueva dinámica de comportamiento de los flujos de capital de los ochenta estuvo fuertemente determinada por dos cambios fundamentales en el escenario internacional: el marcado aumento de las tasas de interés y el creciente racionamiento en el mercado de crédito externo.

Las consecuencias de estos cambios exógenos se sintieron en primer lugar sobre el sector externo debido a que el país se vio en la obligación de generar sustanciales superávits comerciales para compensar el aumento en el déficit de la cuenta de servicios

¹² Cabe mencionar que, en el caso argentino, las inconsistencias de la experiencia de liberalización fueron agravadas por la presencia de un déficit fiscal significativo. El déficit hizo el control de la oferta monetaria más difícil. Además, el incremento del gasto público indujo un aumento adicional en la demanda de no transables contribuyendo a agravar el desequilibrio en los precios relativos.

financieros. A partir del desequilibrio externo, los efectos se propagaron rápidamente y con inusitada magnitud hacia el resto de la economía ayudados por el contexto de crisis macroeconómica, fiscal y financiera creado por el colapso del modelo de liberalización. A pesar de los esfuerzos de ajuste, la economía argentina no estuvo en condiciones de remontar la crisis y, de hecho, sólo alcanzaría un cierto grado de estabilidad luego de la flexibilización del racionamiento de crédito externo en la presente década.

Para tener una idea de la magnitud de la brecha externa durante los ochenta bastan sólo algunas cifras. Entre 1982 y 1990, el déficit acumulado en la cuenta corriente llegó a U\$S 16.335 millones de dólares. A diferencia del período anterior, sin embargo, el déficit de cuenta corriente se dio en un contexto de superávit récord en la cuenta comercial, producto de los sucesivos intentos de ajuste. En realidad, el tamaño del ajuste en la absorción doméstica medido en función del superávit comercial del período es impresionante: entre 1982 y 1990 la Argentina generó saldos de comercio positivos por valor de U\$S 33.850 millones. Esto representa una transferencia de recursos al exterior equivalente al 3,5% del PBI de cada año. Como en el mismo período, el efecto ingreso de la suba de intereses llevó el déficit acumulado en la cuenta de servicios financieros a U\$S 47.796 millones, aún siendo de magnitud, la reducción en el consumo y la inversión no resultó suficiente para equilibrar la cuenta corriente.

Durante esta etapa, el aporte de los capitales de origen autónomo fue negativo¹³. Como puede verse en el cuadro 2, esto significa que a las necesidades de financiamiento originadas en la cuenta corriente, hay que agregarle las originadas en las salidas de capital por U\$S 5.076 millones.

Este saldo neto del rubro de capitales autónomos, no obstante, encubre conductas contrapuestas del sector público y el privado. Las cuentas del sector privado muestran una salida neta de 12.079 millones de dólares y todos los rubros que la componen muestran un saldo negativo, a excepción de la inversión extranjera directa. Los flujos con destino en el sector público, por el contrario, son positivos en 7.003 millones de dólares (véase cuadro 3). De esta forma, en el período 1982-90, las pautas diferenciales de comportamiento del sector público y el privado observadas durante la debacle del modelo de apertura se acentuaron y devinieron permanentes: mientras el sector privado jugaba un rol netamente contractivo, el sector público fue el encargado de reunir el financiamiento necesario para cerrar la brecha externa.

El racionamiento del crédito externo para el sector público, no obstante, hacía imposible que éste pudiera cumplir con tal tarea haciendo uso de fuentes voluntarias de financiamiento exclusivamente. Por ello, durante este período hubo un aumento espectacular en el uso de las fuentes "compensatorias". Las comillas se deben a que buena parte del financiamiento que aparece como compensatorio en el balance de pagos estuvo constituido por atrasos en los pagos de servicios de la deuda que en sentido estricto no es "compensatorio" sino "forzoso".

La salida permanente de capitales privados y la recurrencia sistemática al crédito "compensatorio" para cerrar la brecha de financiamiento externo tuvo marcadas consecuencias sobre la estabilidad macroeconómica y la estructura financiera.

A través de todo el período hubo una relación directa entre la disponibilidad de financiamiento compensatorio y el nivel del tipo de cambio real: cuanto menor fuera el monto de los fondos compensatorios obtenidos, mayor era el nivel del superávit comercial

¹³ Hemos clasificado los movimientos de capital siguiendo las definiciones del balance de pagos. En consecuencia, los fondos provenientes del FMI se clasifican como "compensatorios" mientras que los originados en el Banco Mundial y el BID se catalogan como "autónomos". Buena parte del financiamiento otorgado por estas últimas dos instituciones, sin embargo, puede considerarse como compensatorio más que como autónomo.

necesario para cerrar la brecha externa y por ende mayor el tipo de cambio real de "equilibrio". Dado que las políticas orientadas a corregir el valor real del tipo de cambio sólo podían implementarse a través de correcciones de la paridad nominal que tendían a acelerar la inflación, la incertidumbre sobre el tipo real de cambio de "equilibrio" se transmitía no sólo a las expectativas de devaluación sino también a las referidas a la inflación y las tasas de interés nominal¹⁴.

La permanente fuga de capitales privados, por su parte, tuvo como contrapartida un achicamiento sistemático del tamaño del sistema financiero doméstico. El proceso de desintermediación financiera y desmonetización fue tan agudo que muchas de las transacciones y los contratos de la economía pasaron a realizarse en dólares. En este sentido, la desmonetización y la dolarización de la economía pueden considerarse como formas alternativas de denominación de un mismo fenómeno.

Además de la incertidumbre cambiaria y la desintermediación financiera, un tercer factor crucial en la generación de inestabilidad en los ochenta fue la extrema fragilidad financiera del sector público. El deterioro del equilibrio financiero en las cuentas públicas fue una consecuencia directa de la crisis de la deuda en la medida en que ella dio lugar a la aparición del "problema de la transferencia doméstica"¹⁵. La incapacidad de las políticas públicas para resolver ese problema determinó que durante toda la década se observara una tendencia a la generación de déficit insostenibles en las cuentas del gobierno, aún cuando el gasto -particularmente el de inversión- fue significativamente reducido.

La profundidad y persistencia de los desequilibrios comentados hizo que los sucesivos planes de estabilización implementados durante la década de los ochenta fracasaran. Al terminar la misma, el nivel de inestabilidad macroeconómica era creciente y, cuando a ello se agregó la incertidumbre política originada en el cambio de gobierno, la Argentina experimentó sucesivos episodios hiperinflacionarios entre mayo de 1989 y marzo de 1990. De hecho, la inestabilidad macroeconómica sólo fue dramáticamente reducida en la presente década cuando el acentuado cambio de las condiciones internacionales hizo viable la implementación de un nuevo paquete de estabilización: el "Plan de Convertibilidad" de abril de 1991.

¹⁴ En realidad, una de las fuentes más perversas de inestabilidad macroeconómica en los ochenta fue que el resultado de las negociaciones externas devino un argumento crucial de la función que determina el tipo de cambio real. Frecuentemente, este hecho hizo que el cálculo económico basado en expectativas con un nivel razonable de certidumbre fuera imposible.

¹⁵ Sobre el "problema de la transferencia doméstica" ver, por ejemplo, Fanelli *et al* (1992).

II. LOS FLUJOS DE FONDOS EXTERNOS EN LOS NOVENTA

Tanto el contexto internacional como el interno sufrieron cambios de magnitud con el comienzo de la nueva década y ello produjo una mutación decisiva en la dinámica de los movimientos de capital.

En el plano internacional, el hecho de mayor significación fue el relajamiento del racionamiento que los países en desarrollo venían enfrentando en los mercados de capital desde la crisis de la deuda. Asimismo, la situación tendió a devenir aún más beneficiosa porque junto con la flexibilización de las restricciones de cantidad se produjo una marcada reducción en las tasas de interés internacionales. Tanto el efecto ingreso como el de sustitución actuaron en el sentido de desactivar la crisis de la deuda. El efecto ingreso de la caída de la tasa de interés relajó sensiblemente la restricción externa al reducir el déficit en la cuenta de servicios financieros. Además, tuvo otros dos efectos muy positivos. Por un lado aumentó el ingreso nacional y, por otro, debido a que la casi totalidad de la deuda externa estaba en cabeza del sector público, la reducción de los intereses se tradujo directamente en un mejoramiento de la situación fiscal. Este último hecho contribuyó a debilitar el problema de la "transferencia doméstica" que había estado en la base de la inestabilidad macroeconómica posterior a la crisis de la deuda.

El efecto sustitución de la reducción de tasas no fue menos importante. El deterioro en la rentabilidad de la inversión financiera externa no sólo coadyuvó a revertir el proceso de fuga de capitales, la reducción de los rendimientos financieros per-se actuó en favor de la inversión en activos físicos. Sin esto último, un proceso de privatizaciones en gran escala como el encarado en la Argentina -que contribuyó considerablemente en la atracción de fondos externos- no hubiera sido posible.

En lo que hace a la situación interna, los hechos de mayor importancia fueron, por una parte, el creciente éxito del Plan de Convertibilidad desde comienzos de 1991 y, por otra, la profundización del proceso de reforma estructural orientado a la desregulación de los mercados y la reducción del rol económico estatal puesto en práctica por la nueva administración que asumió en julio de 1989.

Dado que los flujos de capital hacia la Argentina sólo comenzaron a ser importantes luego de la implementación del Plan de Convertibilidad, centraremos el análisis que sigue en el período posterior a ese Plan con las debidas referencias a la etapa previa cuando sea necesario.

1. La incidencia de factores internos en el movimiento de capitales: las reformas del marco económico, institucional y legal

Desde el punto de vista de los movimientos de capital, además de las medidas específicas referidas al mercado de cambios y los flujos externos, las reformas que más influyeron

fueron las relativas al manejo de la política monetaria, la desregulación del sistema financiero y del mercado de valores y las de transformación estructural del sector público.

Entre los cambios normativos que afectaron directamente los flujos externos cabe mencionar en primer lugar la Ley de Emergencia Económica (agosto de 1989) que estableció la igualdad de tratamiento para el capital nacional y el extranjero que se invirtiera en actividades productivas. De esta forma se eliminó la necesidad de aprobación previa para la inversión extranjera directa (excepto en el caso de proyectos de defensa); se permitió el libre acceso de las firmas extranjeras al financiamiento de origen doméstico; se eliminó la tasa que gravaba la repatriación de las inversiones extranjeras y se pasó a aplicar la misma tasa de impuesto a las ganancias a empresas locales y extranjeras. Por otra parte, con el objeto de eliminar las trabas fiscales que pudieran impedir la repatriación de capitales fugados se promulgó una Ley de Olvido Fiscal (abril de 1992) que estableció un régimen especial para la exteriorización de bienes y activos en el exterior y para la regularización de la tenencia de activos en moneda extranjera en el país.

El desarrollo de un segmento dolarizado tanto de depósitos como créditos fue decididamente estimulado a través de una serie de normas del Banco Central (Comunicaciones "A" 1493 del 20/7/89 y "A" 1820 del 27/3/91). Asimismo, la dolarización de las relaciones financieras a través del aumento de la proporción de "argendólares" en los portafolios de los particulares fue significativamente impulsada por la liberalización total del mercado de cambios (Comunicaciones "A" 1589 del 18/12/89 y "A" 1822 del 8/4/91) y el establecimiento de un tipo de cambio fijo mediante la Ley de Convertibilidad de marzo de 1991. Esta ley, además, estableció la validez legal de los contratos realizados en cualquier moneda. De esta forma, la desregulación del mercado de cambios fue total. No solo no existen ahora regulaciones de ningún tipo para la compra y venta de divisas sino que incluso no existen buenos registros estadísticos de las operaciones. En este contexto, el costo de entrada y salida de capitales se redujo casi a cero.

En el plano monetario, las medidas de reforma se orientaron a dar señales contundentes al inversor externo de que la estabilidad monetaria y la convertibilidad de la moneda serían respetadas en forma irrestricta. El instrumento utilizado en un primer momento fue la mencionada Ley de Convertibilidad. Posteriormente, con el objeto de reforzar la credibilidad sobre este punto, se reemplazó la Carta Orgánica del Banco Central (Ley de setiembre de 1992). Además de establecer la estricta independencia del Banco Central, la nueva ley suprimió la garantía oficial de los depósitos, prohibió el financiamiento monetario del déficit y estableció severos límites tanto para la colocación de bonos públicos en el Banco Central como para la concesión de redescuentos a los bancos comerciales (éstos sólo pueden ser por 30 días y por montos reducidos). Esto último, obviamente, abolió el rol de "prestamista de última instancia" de la autoridad monetaria y limitó significativamente la función de regulación monetaria. Con la excepción de los pases de títulos públicos y la variación de encajes -herramientas que el Banco Central ha usado limitadamente- no existe otro instrumento de regulación monetaria. Estas limitaciones en los instrumentos junto con la eliminación virtual de las garantías a los depósitos puede llegar a generar una situación de inestabilidad financiera en el caso de problemas en entidades medianas o grandes. En relación con esto cabe mencionar que las regulaciones establecidas por el Banco Central mejoraron durante 1993, en especial en relación a los requerimientos de capital de las entidades financieras.

En este marco de plena desregulación financiera, el Banco Central eliminó hacia fines de 1993 la única regulación remanente: la no autorización a la entrada de nuevas entidades al sistema, una medida que había estado vigente por más de diez años.

La reforma también afectó al mercado de valores. El llamado "Decreto de Desregulación" de noviembre de 1991, además de suprimir una serie de regulaciones que afectaban a diversas actividades económicas, eliminó el impuesto a la transferencia de títulos valores, suprimió el impuesto a los sellos sobre las operaciones bursátiles y liberó las comisiones de los intermediarios en esos mercados. Esto fue complementado con una serie de modificaciones reglamentarias de la Comisión Nacional de Valores. Con el objeto de brindar un mayor espectro para la diversificación de los portafolios de los inversionistas tanto internos como del exterior, se estimuló el acceso de nuevas empresas a la operatoria bursátil y se implementaron formas novedosas de intermediación financiera como las Obligaciones Negociables (ley de julio de 1991).

En lo que hace a la transformación del sector público la norma de mayor efecto sobre los flujos de capital fue la Ley de Reforma del Estado de agosto de 1989. Esta norma sentó las bases legales para la privatización de empresas públicas con capitalización de deuda externa.

Para terminar, entre los factores de origen interno que influyeron sobre los flujos externos cabe referirse al Plan de Convertibilidad. Este plan de estabilización contribuyó significativamente a generar un clima macroeconómico favorable para la inversión externa y por ende para la reversión de las salidas de capital.

El Plan de Convertibilidad fue lanzado con el objetivo explícito de reducir drásticamente la inflación y proteger las reservas internacionales de una eventual corrida cambiaria. En relación con ambos objetivos fue exitoso. Un factor crucial que jugó a favor de este resultado fue que en el año previo al lanzamiento del programa se registró un fuerte superávit comercial. En 1990 el saldo de comercio superó los U\$S 8.000 millones y como consecuencia la cuenta corriente mostró un superávit (de casi 1.800 millones) por primera vez desde 1978. Esto hizo posible un considerable aumento de las reservas internacionales en el período inmediatamente anterior al lanzamiento de la convertibilidad.

El plan combinó medidas estrictamente ortodoxas en el plano fiscal y monetario (implícitas en la Ley de Convertibilidad¹⁶ y la Carta Orgánica del Banco Central ya citadas) con otras de carácter más heterodoxo como la prohibición por ley de los mecanismos de indexación, la fijación de los salarios y tarifas del sector público por tiempo indeterminado y los acuerdos de precios con empresas industriales¹⁷. Al mismo tiempo se profundizó el proceso de apertura económica con la eliminación de casi todas las restricciones cuantitativas a las importaciones y la reducción de los aranceles.

A primera vista el programa era similar a otros basados en la utilización de ciertas variables, en especial el tipo de cambio, como anclas nominales. Sin embargo el programa tenía diferencias importantes con otros de la década del ochenta. En primer lugar, la fuerte apertura de las importaciones en el contexto de un tipo de cambio relativamente bajo habría de ser un instrumento importante para regular el comportamiento de los precios de los bienes comercializables internacionalmente. En segundo lugar, la prohibición

¹⁶ La plena convertibilidad del peso fue declarada a una tasa de cambio fija según la relación 1 peso = 1 dólar.

¹⁷ Si bien no se congelaron los precios y se anunció que los mismos no se controlarían, de hecho hubo durante los primeros meses una serie de sanciones para quienes aumentaban los precios. Estas sanciones iban desde "visitas" de la Dirección General Impositiva y dureza en la política crediticia de los bancos oficiales, hasta la búsqueda de sanciones públicas con la publicación de los aumentos.

de financiar al gobierno mediante la emisión monetaria fue cumplida estrictamente¹⁸. En tercer lugar, el recurso de fijar la política cambiaria por ley para hacer el anuncio del tipo de cambio fijo creíble tuvo el efecto buscado y favoreció el ingreso de capitales. La credibilidad del tipo de cambio no estaba basada --a diferencia de México al inicio del Pacto de Solidaridad- en un nivel de reservas demasiado elevado sino en el superávit récord en el balance comercial en 1990¹⁹. Por último, las reformas estructurales en el sector público -privatizaciones y reducción de personal- fueron un elemento clave para la aparición de expectativas favorables.

2. Composición y magnitud de los flujos de fondos bajo la convertibilidad

El severo racionamiento del crédito internacional en los ochenta obligó a restringir al máximo la absorción interna y la acumulación de divisas. Cuando, luego de diez años de racionamiento, las restricciones cuantitativas se flexibilizaron, la expansión del uso de financiamiento por parte del país resultó espectacular. Entre 1991 y 1993, el déficit acumulado del balance de cuenta corriente se ubicó en 19.414 millones de dólares. Si a esto se le suma el uso de fondos externos para acumular reservas, la utilización total de fondos llega a U\$S 29.439 millones. Esta cifra es un 40% mayor que el financiamiento total recibido entre 1982 y 1990 (véase cuadro 2).

A diferencia de los ochenta, el aumento del déficit de cuenta corriente se explica por el crecimiento del desbalance de comercio y no por el peso de los intereses de la deuda. En realidad, la participación de estos últimos en la explicación del resultado de la cuenta corriente tendió a caer pari-passu con la reducción en las tasas de interés internacionales. El incremento en el déficit comercial, a su vez, obedece al aumento en la absorción doméstica disparado por el relajamiento de las restricciones de crédito y el incremento en el nivel de actividad registrado en la nueva situación de mayor estabilidad macroeconómica que siguió al lanzamiento del Plan de Convertibilidad. Asimismo, el gasto en importaciones tendió a subir a un ritmo mucho mayor que el del aumento de la demanda global debido a la marcada liberalización comercial y a la caída del tipo de cambio real que se produjo como consecuencia de la fijación del tipo de cambio nominal en un contexto en que la inflación residual post-estabilización estuvo lejos de ser nula. Las importaciones pasaron de U\$S 4.079 millones en 1990 a alrededor de U\$S 16.400

¹⁸ La emisión de bonos de deuda para financiar el déficit no está prohibida por la Ley de Convertibilidad. Sin embargo, el gobierno no utilizó esta opción debido a que el sector privado podía haber interpretado que no se estaba cumpliendo con el "espíritu" de la ley. Es necesario tener en cuenta que hubo dos elementos que durante al menos el primer año ayudaron considerablemente en el cumplimiento del compromiso de no emisión; por un lado el proceso de privatizaciones que en su comienzo sirvió para financiar ciertos gastos corrientes y, en segundo lugar, que se comprometieron pagos a los bancos acreedores por debajo del devengamiento de intereses. Este financiamiento forzoso -aunque acordado- implicó recursos por alrededor de 1700 millones durante el primer año de la convertibilidad.

¹⁹ Una consecuencia "positiva" de la hiperinflación fue la de inducir un "overshooting" en el tipo de cambio real. Esto incentivó las exportaciones y retrajo las importaciones (que ya estaban cayendo debido a la reducción del nivel de actividad). De ello resultó el superávit comercial sin precedentes de 1990. Esto permitió que las autoridades acumularan una cantidad de reservas suficientes como para lanzar el programa de estabilización sin esperar el apoyo externo que de otra forma hubiera sido indispensable.

millones en 1993. En forma paralela, el saldo comercial que había superado los U\$S 8.000 millones en 1990, registró un saldo deficitario estimado en 3.700 millones de dólares en 1993.

En la cuenta capital, la relación entre las fuentes autónomas y compensatorias de financiamiento también sufrió un vuelco espectacular en relación al período de racionamiento. A diferencia de los ochenta, en esta nueva etapa las fuentes privadas pasan decididamente a liderar los flujos de capital. El vuelco en el comportamiento privado fue muy marcado: entre 1991 y 1993, se registró un flujo positivo neto de fondos privados por valor de 26.040 millones de dólares (véase cuadro 3).

Cuando se observa en forma más desagregada el período durante el cual se producen estos cambios se observa que, en realidad, los primeros signos en la reversión del proceso de salida de capitales privados se producen antes de la implementación del Plan de Convertibilidad.

En el cuadro 4 puede verse que el primer saldo positivo en la cuenta de capitales privados se registra en el último trimestre de 1990. Este superávit se asocia con el alto nivel de las tasas de interés domésticas registradas en ese período. No obstante ello, debido a las turbulencias cambiarias de principios de 1991, en los dos primeros trimestres de ese año las entradas de capital privado vuelven a tornarse negativas. El signo de los movimientos de fondos privados vuelve a revertirse en el tercer trimestre de 1991 coincidiendo con el creciente grado de credibilidad que el Plan de Convertibilidad iba ganando.

La clasificación de capitales privados del balance de pagos es algo ambigua. Por una parte incluye las privatizaciones que es financiamiento destinado al sector público y, por otra, excluye los bonos y títulos colocados por el gobierno que representa financiamiento de origen privado. Con el objeto de corregir esto, en el cuadro 4 se agregaron dos columnas corregidas correspondientes al sector privado. En la primera columna ("privado*") se presentan los fondos con destino al financiamiento privado eliminándose por ende las privatizaciones. Como puede verse, el sector privado sólo recibió financiamiento neto positivo por primera vez en el cuarto trimestre de 1991, después de que éste se tornara positivo para el sector público. El vuelco entre el tercer y el cuarto trimestre, por otra parte, es muy marcado. Se pasa de un saldo negativo de 670 millones de dólares a uno positivo de 2.169 millones. La segunda columna ("privado**") muestra el total del ingreso de capitales de origen privado, independientemente de si éste se destinó a financiar al gobierno o a los agentes privados. En este caso no se observan grandes diferencias en las pautas de comportamiento. El saldo es positivo por primera vez en el cuarto trimestre de 1990, se torna negativo luego y vuelve a cambiar de signo en el tercer trimestre de 1991. Una conclusión que surge de estos hechos es que el ingreso de fondos destinados a la compra de activos del sector público habría "liderado" a otros ingresos de origen privado y habría tenido un efecto benéfico sobre las expectativas de los inversores.

3. La asignación del flujo de fondos externos

En la Argentina existen serias limitaciones estadísticas que no permiten dar una respuesta unívoca a la pregunta referida al destino de los ingresos de capital externo. No obstante ello, en esta sección trataremos de avanzar en el análisis de la asignación por destino basándonos en la información parcial disponible.

En el cuadro 5 hemos realizado una reclasificación de la cuenta de capitales. El objetivo es constatar si los flujos externos satisficieron necesidades de fondos del sector público o del privado y qué clase de gastos fueron financiados. El cuadro muestra que bajo el régimen de convertibilidad, si se consolidan las cuentas del Banco Central y del Sector Público No Financiero, el flujo neto de fondos recibidos por el sector público totaliza 9.837 millones de dólares al tiempo que el sector privado recibió 19.982 millones.

De este total de US\$ 29.809 millones, alrededor de 9.000 millones se destinaron a la acumulación de reservas y el resto fue a cubrir las necesidades de financiamiento originadas en la cuenta corriente. Dado que la principal causa del aumento en el déficit de cuenta corriente fue el incremento del desbalance comercial, se sigue que hubo una continua expansión del nivel de absorción doméstica. Cuando se desagregan los factores que operaron aumentando la absorción, se observa que el mayor nivel de consumo jugó un rol preponderante: entre 1990 y 1993, éste aumentó un 29%. También fue significativo el papel de la inversión que creció un 85% en relación a 1990. Debe tenerse en cuenta, no obstante, que el nivel de inversión de 1990 era el más bajo de, al menos, los últimos cuarenta años.

a) *El sector público*

Sin lugar a dudas la fuente más importante de financiamiento para el sector público estuvo dada por los ingresos de privatizaciones. De la cifra total antes mencionada, U\$S 6.231 millones ingresaron por compra de activos estatales y el resto mediante mecanismos alternativos a la compra de activos físicos (capitales autónomos y compensatorios). Cabe mencionar, no obstante, que en realidad estas cifras provenientes del balance de pagos subestiman los ingresos por este concepto ya que sólo incluyen las compras de activos públicos en efectivo y no las destinadas a amortizar deuda oficial a través de los mecanismos de canje de deuda pública. Utilizando fuentes de información alternativas, en el cuadro 6 se muestran los ingresos totales provenientes del proceso de privatización.

Durante el período 1990-93, como consecuencia de la venta de empresas públicas, hubo una reducción en el stock nominal de deuda de U\$S 13.248 millones de dólares. El valor de mercado de la deuda amortizada era de alrededor de U\$S 5.000 millones. Asimismo, en el proceso se transfirieron pasivos junto con las empresas por valor de U\$S 2.181 millones de dólares. Los pagos en efectivo recibidos por el estado totalizaron 8.982 millones de dólares. Se deduce, entonces, que los ingresos globales por privatización alcanzaron los U\$S 16.180 millones. De este total, 9.800 millones (60%) fueron adjudicados a empresas extranjeras y el resto a empresas nacionales.

No existen datos para estimar la tasa de retorno privada de estas privatizaciones, aunque las mismas habrían disminuido considerablemente desde la privatización de la Empresa Nacional de Teléfonos. En este sentido cabe mencionar que el proceso de privatizaciones ha pasado por tres etapas bastante definidas. En la primera las privatizaciones tuvieron como objetivo central inducir un cambio en las expectativas del sector privado. Esta etapa comprende las privatizaciones realizadas de peor manera, en términos de la falta de mecanismos de regulación y altas tasas de retorno para los compradores. En una segunda etapa, las ventas de activos públicos fundamentalmente apuntaron a lograr recursos para cerrar la brecha fiscal. Por último, en la tercera etapa, desde 1992, se tuvo más en cuenta el interés del usuario -aunque todavía con problemas-

y también se habrían dado menores rendimientos para los compradores. Cabe mencionar, no obstante, que la acelerada venta de la petrolera estatal (YPF) en el segundo trimestre de 1993, con el único objetivo de pagar la deuda a los jubilados en el período previo a las elecciones legislativas de octubre de ese año, revistió características propias del primer período mencionado²⁰.

La segunda fuente en importancia de financiamiento oficial lo constituye el crédito "forzoso" vía atrasos en los intereses devengados sobre la deuda pública. Desde la implementación de la convertibilidad se registraron atrasos por U\$S 2.232 millones (véase cuadro 5). Cabe mencionar, no obstante, que esta fuente de financiamiento comenzó a perder relevancia hasta desaparecer completamente luego de la firma del acuerdo de refinanciamiento con la banca comercial en el marco del Plan Brady. Si se excluyen tanto los atrasos en el pago de intereses como los ingresos por privatizaciones asentados en el balance de pagos, el financiamiento remanente recibido por el sector público durante la convertibilidad es bastante reducido (alrededor de U\$S 1.300 millones)²¹.

Las cuentas del balance de pagos, sin embargo, no son la mejor manera de saber cómo el gobierno ha utilizado su financiamiento ya que el mismo puede destinarse, por ejemplo, a cancelar deuda en moneda nacional o a aumentar los activos financieros del sector público denominados en pesos. Para aclarar algo más este punto es conveniente examinar brevemente las cuentas públicas.

El cuadro 7 muestra el presupuesto fiscal en términos de caja. Durante 1990 y 1991 el presupuesto mostró déficit de caja mientras que en 1992 y 1993 se produjo un superávit. En el período 1990-91, los ingresos por privatización fueron utilizados para financiar los gastos del sector público. En 1992-93, en cambio, el producido de las privatizaciones fue destinado a la cancelación de deuda²².

b) *El sector privado*

Las cifras del cuadro 5 permiten afirmar que cerca del 25% de los flujos de capital privado se destinaron al financiamiento comercial, 7% representó inversión directa (excluyendo la compra de activos públicos) y 21% financiamiento directo de empresas. El 47% restante no tiene identificación en el balance de pagos.

El financiamiento comercial neto recibido durante el Plan de Convertibilidad fue de U\$S 4.900 millones. Estos valores son el resultado de un financiamiento de exportaciones negativo de U\$S 3.205 millones y un financiamiento de importaciones

²⁰ La venta de YPF fue realizada en un período muy corto de tiempo con el objeto de amortizar parcialmente la deuda del gobierno con el sistema de seguridad social. El precio de las acciones de YPF subió cerca de un 50% en los cuatro meses que siguieron a la privatización.

²¹ Las cifras agregadas no muestran el crédito recibido por el gobierno para hacer frente a los pagos en efectivo relacionados con el Plan Brady. La mayor parte de estos créditos aparecen como financiamiento autónomo al sector público; los pagos aparecen bajo el rubro de capitales compensatorios.

²² Si bien el sector público canceló deuda preexistente, al mismo tiempo emitió deuda denominada en dólares y en pesos, básicamente para atender tanto deuda anterior no documentada como la incurrida durante el período bajo análisis con proveedores y jubilados. Por lo tanto, en un sentido estricto no puede decirse que la deuda del sector público haya disminuido (mas allá de la conversión de deuda en acciones). Sobre la base de los datos existentes es difícil dar una visión acabada de la evolución de la deuda pública.

positivo de u\$s 7.101 millones²³. Estas cifras muestran que el aumento de las importaciones luego de la implementación del Plan de Convertibilidad es un factor de primera importancia en la explicación del incremento en la oferta de financiamiento externo. Esta fuente de financiamiento, no obstante, tendería a desaparecer si las importaciones dejaran de crecer y, consecuentemente, ello llevaría a un aumento de la demanda de financiamiento de otras fuentes en la medida en que el déficit de cuenta corriente persista²⁴.

La inversión directa -excluyendo privatizaciones- ha sido poco importante. Solo representó alrededor de 1.500 millones durante el programa de convertibilidad. Por otra parte, la casi totalidad de este monto es reinversión de utilidades de empresas existentes.

Después de un largo período de escaso o nulo acceso al mercado de capitales del exterior las empresas argentinas -financieras y no financieras- colocaron en el mercado de Euronotas un monto de 4.000 millones de dólares durante 1991-93. Tal como puede verse en el cuadro 8, un 42% de este ingreso tuvo como destino a los bancos, un 16% a las empresas de servicios, un 25% a las petroleras y un 17% a las empresas líderes del sector industrial. Esta distribución, por un lado es consecuencia de la distinta rentabilidad de los sectores involucrados que tiende a determinar niveles diferentes de inversión y, por el otro, refleja el hecho de que las empresas de mayor patrimonio en la Argentina (algunos bancos, las petroleras y -como consecuencia de las privatizaciones- varias empresas de servicios con una alta participación de accionistas externos) son las que tienen mejor acceso al mercado de capitales. Nótese, en relación con esto último, que sólo algunas firmas líderes de la industria estuvieron en condiciones de participar en los mercados de crédito internacional.

Como fuera mencionado, los flujos de capital no identificados representan casi el 50% del total de ingresos del sector privado. El crecimiento del segmento de depósitos en dólares del sistema financiero nacional fue un importante canal para estos flujos. Debe tomarse en cuenta, no obstante, que la variación de los depósitos en dólares aparece registrada en el balance de pagos en forma directa sólo cuando estos recursos son prestados y en la medida en que el tomador del crédito compre pesos con los fondos del crédito o realice pagos al exterior. No obstante, dada la escasa magnitud de la demanda de dólares para transacciones dentro de la economía nacional, puede argumentarse que la mayor parte de la expansión del segmento de "argendólares" se reflejó en la balanza de pagos como un ingreso de capital no especificado en el rubro "otros movimientos"²⁵. En relación con esto, vale la pena remarcar que la expansión del segmento de argendólares es superior al monto registrado bajo el rubro "otros".

El aumento de los depósitos locales en dólares desde la implementación de la convertibilidad alcanzó los U\$S 14.600 millones (véase cuadro 9). La expansión de la

²³ No están disponibles las cifras desagregadas de crédito de importaciones y exportaciones para 1993, por ello las cifras citadas no incluyen las correspondientes a este último año.

²⁴ Si el monto de repago del stock de deuda comercial existente es similar al flujo de crédito comercial nuevo porque las importaciones no están creciendo, ello implica que no hay nuevos fondos externos disponibles y, por lo tanto, el ítem de crédito comercial a las importaciones no podría contribuir al financiamiento del desequilibrio en cuenta corriente.

²⁵ Nótese, sin embargo, que si los fondos del crédito son utilizados para abonar importaciones sin "pasar" por el mercado de cambios local, tales fondos serán contabilizados en el balance de pagos bajo el rubro "crédito comercial".

capacidad prestable de los bancos a que tal aumento dio lugar fue de U\$S 12.400 millones.

Pareciera entonces que residentes y no residentes han utilizado los depósitos en dólares como un importante mecanismo para ingresar capitales a la Argentina. Si ése ha sido el caso, esta modalidad estaría indicando que gran parte de la repatriación de capitales ha sido hecha tratando de evitar el riesgo de devaluación al tiempo que se aprovechaba la diferencial de tasas de interés entre la Argentina y el mercado internacional. Este comportamiento del inversor estaría indicando que el mismo sólo considera el "riesgo país" y "cree" que evita el riesgo de devaluación. Decimos que "cree" que evita el riesgo de devaluación porque el mismo depende ahora de la solidez patrimonial de los bancos. Y los bancos están tomando un riesgo significativo de devaluación en la asignación de sus carteras. Para clarificar este punto es necesario referirse brevemente a la situación del mercado de crédito local.

Del análisis del stock de crédito otorgado por el sistema financiero a los cincuenta principales clientes de cada entidad (grandes deudores) surge que el 67% son créditos en moneda extranjera. Pero lo notable es que solo el 43% de los créditos en moneda extranjera han sido prestados a lo que genéricamente podría denominarse sectores productores de bienes transables, es decir la producción primaria y la industria manufacturera²⁶. Por lo tanto, en principio, pareciera que la cartera del sistema financiero está fuertemente expuesta a una variación del tipo de cambio real. Además, si una devaluación fuera acompañada por una recesión -como es típicamente el caso en la Argentina- la capacidad de repago de las empresas productoras de no transables se deterioraría aún más. Puede concluirse, entonces, que el intento de evitar el riesgo de devaluación a través de la colocación de los capitales externos en depósitos en dólares no parece garantizado.

4. Flujo de fondos externos y transformaciones en el mercado de capitales doméstico

La reversión en los flujos de capital provocó cambios significativos en la estructura y la evolución tanto del sistema financiero como del mercado de valores.

a) *Cambios en el sistema financiero*

El fuerte incremento en el ingreso de capitales generó, en primer lugar, una significativa remonetización de la economía. Como puede verse en el cuadro 10 los activos financieros en pesos disminuyeron acentuadamente como consecuencia de las hiperinflaciones de 1989 y 1990 y de la conversión compulsiva de los depósitos en bonos de largo plazo en el marco del "Plan Bonex" de enero de 1990. La recuperación de la demanda de activos financieros locales comienza en el segundo semestre de 1990. Sin

²⁶ Como es sabido no todos los bienes producidos por estos sectores son totalmente transables, por lo que el porcentaje incluido en el texto puede ser una sobreestimación.

embargo, sólo se hace sostenida con el inicio del plan de convertibilidad y la consecuente disminución de la tasa de inflación y de la fuga de capitales.

La remonetización es una consecuencia normal de todo programa de estabilización exitoso. La característica específica que diferencia el proceso actual de otros que tuvieron lugar a fines de los '70 y comienzos de los '80 es la gran importancia de los depósitos en moneda extranjera. El cuadro 9 muestra que la participación de los depósitos en dólares era sólo del 10% del total de depósitos en el sistema financiero local en 1988. A fines de 1990 pasan a representar el 28% y este porcentaje se eleva a 43% en junio de 1991 después de la devaluación nominal del primer trimestre (80%). Desde entonces la proporción ha estado fluctuando alrededor de esa cifra, aunque hacia fines de 1993 ha crecido levemente. Si se excluyen los depósitos en cuenta corriente -o sea si se elimina el efecto transacción- los depósitos en dólares como porcentaje de los depósitos privados totales a plazo es aún mayor. Luego de tres años de régimen de convertibilidad (diciembre de 1993) el ratio depósitos dolarizados/depósitos totales llega al 58%. Como consecuencia de esta profundización de la dolarización, la estructura de la hoja de balance de los bancos ha cambiado de forma significativa. En junio de 1993, el 47% de los activos totales de los bancos y 48% de sus pasivos estaban denominados en dólares.

Como ya se comentara, una parte importante de los depósitos en dólares ha sido prestada a actividades productoras de bienes no comercializables y, en consecuencia, existe una importante exposición del sistema financiero a variaciones en el tipo de cambio real. Esta exposición, sin embargo, no se distribuye uniformemente entre todos los bancos. En particular, la exposición financiera de la banca pública parece ser mayor que la de los bancos privados. Mientras que la proporción de crédito dolarizado asignado al sector transable es 43% para el sistema financiero como un todo, la proporción correspondiente a los bancos oficiales es de sólo 20%²⁷.

Además de los préstamos a actividades productivas, el aumento de la intermediación financiera ha generado un incremento importante de los préstamos personales. Luego de un largo período en el que el financiamiento para consumo era prácticamente nulo, se produjo un fuerte aumento en la oferta de ese tipo de préstamos. Especialmente importante fue la expansión del crédito para la compra de automóviles y bienes durables de consumo. Los agentes también se beneficiaron con el aumento del crédito hipotecario. Dado que una proporción importante de este tipo de crédito personal está denominado en dólares, parece claro que buena parte del aumento de los depósitos en dólares locales ha contribuido no sólo a financiar la producción de no transables sino también el consumo. La remonetización de la economía afectó la evolución temporal de las tasas de interés. El cuadro 11 muestra que las tasas pasivas han seguido un sendero decreciente desde la implementación del Plan de Convertibilidad. Dos factores son cruciales en la explicación de la tendencia decreciente tanto de las tasas nominales como de las reales: la reducción en el diferencial de riesgo país y el marcado descenso en el riesgo de devaluación percibido por los inversores. El riesgo país puede medirse como la diferencia entre la tasa interna de retorno del Bonex (un bono dolarizado del gobierno) y la tasa Libo²⁸. El cuadro 11 muestra la evolución de esta variable.

²⁷ Estos datos fueron extraídos de una muestra que abarca sólo grandes deudores en consecuencia puede existir algún sesgo debido a la mayor concentración del crédito en los bancos privados.

²⁸ Esta estimación de la prima de riesgo país tiende a sobreestimar esa prima debido a que la maduración promedio del Bonex es de dos años. No obstante, en la medida en que la estructura intertemporal de tasas de interés internacionales no cambie excesivamente, la variable que estamos usando puede considerarse una aproximación razonable.

Como puede verse, la prima de riesgo país cayó en forma notable luego del lanzamiento del Plan de Convertibilidad y continuó cayendo posteriormente. La abrupta caída en la tasa esperada de devaluación²⁹ parece haber jugado el rol de mayor importancia en la reducción de las tasa pasivas: luego de alcanzar niveles sorprendentes en los años previos a la convertibilidad, la tasa de devaluación esperada era de sólo 4,5% anual a comienzos de 1993 llegando a fines de ese año a sólo 1%.

La evolución de las tasas de interés pasivas contrasta vivamente con lo observado en otras experiencias del pasado, particularmente con el período de la "tablita". En la situación presente, a pesar del incremento en el déficit de la cuenta corriente que pudo haber tenido un efecto negativo sobre la tasa de devaluación esperada, no se observa una tendencia creciente en las tasas de interés locales.

Dado que las tasas pasivas en pesos han sido mayores que las tasas en dólares en el sistema financiero local (aunque en los últimos meses la diferencia tendió a disminuir), los bancos que lograron un mayor fondeo en dólares contaron con una ventaja competitiva. En relación con esto, los bancos privados muestran una mejor performance que los públicos. Para el sistema financiero como un todo, la proporción de depósitos en dólares era de 47% en agosto de 1993, pero en el caso de la banca pública tal proporción caía al 31%. En realidad, la distribución de depósitos en dólares tampoco es uniforme dentro de las entidades privadas. La mayor concentración de depósitos en dólares se observa en los bancos extranjeros (65% de sus depósitos totales) y en los bancos nacionales de la capital (58%). Los bancos nacionales del interior del país, de menor tamaño relativo, tienen una proporción de depósitos en argendólares menor (48%).

Existen dos factores adicionales que acentúan la ventaja competitiva de los bancos de mayor tamaño relativo. Por un lado, las entidades de menor tamaño (cooperativos y entidades no bancarias) pagan una tasa pasiva -en pesos y dólares- sustancialmente superior a la del resto del sistema para atraer a los ahorristas que, en principio, prefieren colocar sus fondos en entidades grandes. Este efecto es aún mayor en el caso de las entidades del interior del país. Por el otro, los bancos de menor tamaño relativo no tienen acceso -o lo tienen de manera muy limitada- a otras fuentes de financiamiento de menor costo, como ser líneas de crédito u otro tipo de financiamiento del exterior y la emisión de Obligaciones Negociables en el mercado local.

La conjunción de todos estos factores ha contribuido a segmentar el mercado financiero. Existe un costo de los recursos sustancialmente distinto entre entidades dependiendo básicamente del tamaño y origen del capital. A esta diferencia, hay que agregarle el hecho de que los costos operativos por unidad de depósitos de los bancos pequeños es por lo general superior al de los bancos grandes³⁰. No resulta sorprendente, en este contexto, que tanto el margen entre tasas activas y pasivas como las tasas reales de interés sean significativamente superiores para el crédito denominado en pesos e intermediado por bancos pequeños localizados en el interior del país.

²⁹ La tasa de devaluación esperada se mide como la diferencia entre la tasa de interés nominal local y la tasa interna de retorno del Bonex.

³⁰ Para un promedio de costo por unidad de depósito de 1.65% mensual en diciembre de 1992, los bancos con menos de 29 millones de dólares de depósitos tenían un costo mensual promedio entre 2.1% y 3.3%. Estos valores disminuyen a un rango de entre 1.6% y 2.7% para entidades con depósitos entre 29 y 67 millones de dólares y caen a valores entre 0.8% y 1.6% para entidades con más de 67 millones de depósitos. Debe tenerse en cuenta, además, que los bancos de mayor tamaño cubren una proporción mayor de sus costos con la venta de una gran variedad de servicios y que la productividad por servicios se relaciona positivamente con la cantidad de depósitos.

En el cuadro 12 puede observarse que tasas mensuales mayores al 3% en pesos no son inusuales, aún cuando las tasas de inflación para las actividades productoras de bienes son inferiores al 0,3% mensual. Los efectos negativos sobre la calidad de la cartera de algunos bancos -que representan una amenaza para el sistema en su conjunto y para la situación macroeconómica global- no son difíciles de prever.

Por el lado de los tomadores de crédito, el mayor nivel de profundización financiera hizo que las grandes empresas mejoraran de forma sustancial su acceso al crédito tanto nacional como externo. Las pequeñas y medianas empresas, en cambio, no han tenido posibilidades de acceder al financiamiento internacional o al mercado de capitales local y mantienen un acceso limitado a los grandes bancos³¹; por ende deben operar con bancos de menor tamaño relativo que tienen, como vimos, un fondeo más caro y márgenes de intermediación más altos. El resultado es que una gran parte de estas empresas han estado enfrentando la apertura económica en una situación de alto costo del capital de trabajo y falta de financiamiento de largo plazo para el necesario proceso de reconversión industrial³².

Respecto del plazo de los depósitos y préstamos, el proceso actual de profundización financiera no muestra diferencias de relevancia con la experiencia de liberalización de fines de los setenta y principios de los ochenta. Aún cuando hubo un cierto aumento en el plazo promedio de las colocaciones en relación con el período que siguió a los episodios hiperinflacionarios, el término medio de maduración de los instrumentos tanto en dólares como en pesos es todavía muy reducido (alrededor de 40

³¹ El acceso limitado a los grandes bancos tiene que ver principalmente con dos factores. Por un lado estos bancos no están acostumbrados (falta de departamentos de evaluación de proyectos) a prestarle a las pequeñas y medianas empresas porque durante años le prestaron una parte importante de su cartera al sector público y, por el otro, porque en el corto plazo tienen incertidumbre respecto de qué sectores pueden sobrevivir en el contexto de apertura económica y les resulta más fácil y rentable dar préstamos para consumo.

³² En realidad, es posible que el excesivo nivel de las tasas activas haya jugado un rol importante como incentivo al ingreso de capitales. Por lo general los modelos que discuten el movimiento de capitales asociado a diferenciales de tasas de interés, consideran una sola tasa de interés en el mercado local y en "el resto del mundo". La realidad es que existen una multiplicidad de tasas de interés, aunque gran parte de la diferencia entre las mismas puede explicarse por distintos riesgos. Sin embargo hay dos tasas de interés cuya diferencia es resultado del margen de intermediación en el sistema financiero, es decir la tasa pasiva y la activa. La existencia de una tasa de captación y otra de préstamos no debería ser demasiado importante en la medida en que el margen de intermediación sea relativamente reducido y similar entre países. Sin embargo, este es un factor a tener en cuenta en el caso argentino, dado el alto margen de intermediación que ha caracterizado a su sistema financiero durante muchos años (incluyendo los últimos tres).

En esta situación puede darse el caso de que existiendo tasas pasivas similares en dos países, haya movimiento de capitales como resultado de tasas activas diferentes. Obviamente también existe la posibilidad de que un agente, teniendo recursos invertidos en el exterior a pesar de una tasa pasiva menor, necesite tomar prestado; en ese caso la comparación relevante es entre la tasa pasiva externa y la activa local y es donde el margen de intermediación cobra importancia.

En el caso argentino parece razonable suponer que una parte del ingreso de capitales tuvo que ver con el hecho de que hubo empresas que necesitaban fondos y antes de endeudarse a tasas exorbitantes en el mercado doméstico decidieron (sus dueños) repatriar capitales. Este puede haber sido el caso tanto de empresas medianas, que necesitaron más capital circulante para hacer frente al aumento del nivel de actividad económica o hacer frente a pérdidas resultado de la apertura económica o realizar inversiones defensivas respecto de esa misma apertura, o de empresas grandes que, además de los mencionados factores, pueden haber necesitado recursos para el proceso de privatizaciones. La relevancia de este tipo de comportamiento parece difícil de evaluar.

y 90 días para depósitos en pesos y dólares, respectivamente). El período de maduración del crédito bancario, por otra parte, es superior al de los depósitos³³.

En síntesis, el sistema financiero ha canalizado una parte importante del ingreso de capitales al país. Esto ha sido especialmente relevante en el caso de los depósitos en dólares. Estos recursos se han prestado en más de un 50% para financiar actividades productoras de bienes no comercializables y al mismo tiempo han dado un importante impulso al consumo, particularmente mediante la financiación de la compra de bienes durables.

Por otra parte, la considerable baja en la tasa de interés pasiva -como consecuencia de la reducción del riesgo país y del riesgo de devaluación- ha generado una baja en el costo del financiamiento. Las grandes empresas han sido las más beneficiadas con tal reducción de costos y ello sin duda ha incentivado el gasto de inversión. Este efecto ha sido mucho menos relevante en el caso de las pequeñas y medianas empresas, dado su escaso acceso al mercado externo y a los bancos con bajos costos de captación y menor margen de intermediación financiera³⁴.

La evolución del sistema financiero que estamos comentando podría generar algunos problemas de solvencia en ciertos segmentos del mismo. Dos factores merecen ser mencionados. Por una parte, una parte importante del crédito en moneda extranjera fue asignado a actividades productoras de bienes no comercializables. Por otra, los préstamos han sido otorgados a tasas de interés muy elevadas y ello abre un interrogante sobre la capacidad de recuperar esos créditos. Esto es especialmente relevante para los bancos pequeños y medianos del interior del país.

En relación a este tema cabe mencionar que el Banco Central, de acuerdo a su nueva carta orgánica, no puede auxiliar a las entidades financieras por más de treinta días y el monto del redescuento no puede superar el patrimonio de las mismas. En relación a este punto es necesario tener en cuenta que si bien existe un pleno respaldo en divisas de la base monetaria, la relación de M2 a base monetaria es aproximadamente de dos y cuando se incluyen los depósitos en dólares la relación llega a tres. Es decir que más allá de las restricciones legales que prácticamente prohíben al Banco Central ayudar a las entidades financieras en problemas, existen claras restricciones económicas que limitarían el accionar del Banco Central en caso de dificultades en el sector financiero.

b) *El mercado de valores*

Los efectos de la reversión en los flujos de capital externo fueron también importantes en los mercados de valores locales. En el cuadro 13 puede observarse la evolución de la capitalización total en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Esta pasó

³³ El factor de mayor relevancia que permite que los bancos puedan incrementar el período de maduración de los préstamos *vis-a-vis* los depósitos son: el crédito en moneda extranjera; los bonos colocados en los mercados locales y externos; y la capacidad prestable basada en fondos propios de los bancos (que representan alrededor del 7% de los fondos líquidos totales). Los depósitos dan cuenta de alrededor del 50% de los pasivos totales de los bancos.

³⁴ Con el objeto de relajar la restricción de crédito que afecta a las pequeñas y medianas empresas, el gobierno ha lanzado recientemente un programa de subsidios financieros para los bancos que presten a ese tipo de firmas. También se ha tratado de canalizar fondos provenientes de organizaciones multilaterales y de bancos públicos en la misma dirección.

de U\$S 5.272 millones en el primer trimestre de 1991 a más de 25.000 millones en el segundo trimestre de 1992. A partir de ese momento, si bien con oscilaciones, los precios siguieron una tendencia declinante que se interrumpe a partir de la venta de las acciones de la compañía estatal de petróleo (YPF) en junio de 1993. Desde entonces la capitalización siguió creciendo hasta superar los 42.000 millones hacia fines de 1993.

La evolución creciente en la capitalización obedeció más al aumento de la cotización de los papeles existentes que a la emisión de nuevas acciones. En el período 1991-93, las emisiones más importantes de nuevos papeles se asociaron al proceso de privatización de las empresas de teléfonos y de petróleo.

Si bien no existen datos respecto a la inversión de fondos institucionales del exterior no parece que los mismos hayan sido demasiado importantes. Estos recursos se habrían destinado básicamente a las empresas privatizadas, en particular a las telefónicas que ofrecen una rentabilidad "asegurada" en el mediano plazo. También ha sido importante la participación extranjera en la privatización de YPF.

En síntesis, aún cuando la positiva evolución del mercado accionario llevó a que el mercado argentino fuera calificado de "emergente", hay algunos rasgos que indican que la recomposición del mercado está aún lejos de haberse consolidado. En particular, porque como puede observarse en el cuadro 13 se han producido fuertes fluctuaciones en las cotizaciones, lo cual indica que el nivel de incertidumbre es aún alto. Asimismo, más allá de la colocación de acciones de empresas privatizadas, ha habido muy reducidos casos de entrada de nuevas empresas privadas o emisión de nuevos papeles con el objeto de capitalizar las empresas ya existentes. Estos hechos sugieren que las empresas privadas privilegiaron el crédito externo y los fondos locales provenientes de los bancos y los mercados de bonos como instrumento de financiación de la inversión.

III. FLUJOS DE CAPITAL, ESTABILIDAD Y CRECIMIENTO

Como hemos visto en la sección anterior, la reversión en el sentido de los movimientos de capital tuvo como correlato una serie de transformaciones a nivel interno. En el plano macroeconómico, la creciente disponibilidad de ahorro externo sirvió como soporte de una mayor estabilidad y de un incremento de la absorción interna. En el financiero, coincidió con un aumento en el grado de monetización y una consolidación del proceso de dolarización del sistema financiero.

El marco de política económica que acompañó este proceso fue de adaptación pasiva a los nuevos y acrecidos ingresos de capital. En la visión de las autoridades argentinas, un mayor activismo orientado a la regulación del movimiento de capitales era innecesaria. En el corto plazo, porque la estabilidad macroeconómica estaba garantizada por la convertibilidad y, en el largo, porque la entrada de capitales permitiría financiar aumentos en la inversión y en la productividad. En esta sección evaluamos estas cuestiones que, en forma indudable, constituyen el núcleo de la cuestión de la estabilidad y el crecimiento.

1. Estabilidad macroeconómica y flujos de capital

Dado que la Ley de Convertibilidad y la Carta Orgánica del Banco Central implican una política monetaria completamente pasiva, un efecto importante de la reversión del flujo de capitales fue que -vía incremento de las reservas- se produjo un sustancial aumento de la oferta monetaria. La profundización financiera, además, se vio reforzada por la expansión del segmento de "argendólares". Como ya lo hiciéramos notar, la contrapartida de esto fue una sensible expansión de la capacidad prestable del sistema.

La fase expansiva del crédito dio lugar a un fuerte incremento en la demanda agregada. En el marco de una política de tipo de cambio fijo y de mayor apertura de la economía, esta expansión de la demanda efectiva tuvo efectos diferenciales sobre los distintos componentes de la oferta global. En términos estilizados puede argumentarse que los transables (importaciones) tendieron a un ajuste vía "cantidad" en tanto que los no transables tendieron a mostrar un ajuste vía "precios". En el contexto de una economía abierta y pequeña, mientras la mayor demanda de importaciones fue satisfecha por una oferta de importables que puede considerarse como completamente elástica, el incremento en la demanda de no transables -cuya oferta sólo puede expandirse en el corto plazo a costos crecientes- se tradujo en una fuerte presión sobre los precios.

Esta dinámica de ajuste diferencial en un contexto de política económica pasiva tuvo dos consecuencias macroeconómicas fundamentales. En primer lugar, el saldo de comercio sufrió un vuelco muy marcado: entre el superávit de 1990 y el déficit de 1993 existe una diferencia absoluta de alrededor de 11.000 millones de dólares. En segundo lugar, desde que se produjeron los primeros signos de reversión positiva en los

movimientos de capital, ha habido una tendencia permanente al cambio de los precios relativos en favor de los bienes no transables y por ende en contra del tipo de cambio real³⁵.

Una de las formas que tomó esta creciente distorsión fue la de una disparidad en la evolución del índice de precios al consumidor *vis-a-vis* el de precios mayoristas. En lo que va del Plan, la variación acumulada en el índice de precios al consumidor ha sido de 54% mientras que los precios mayoristas muestran un aumento de solo el 8%. Como en el caso de los mayoristas el peso de los bienes comercializables es mayor, la fuerte competencia de los artículos importados en un marco de reducción de aranceles y virtual eliminación de todas las restricciones cuantitativas a las importaciones fijó un techo para las variaciones de precios. En lo que hace a la evolución de los distintos rubros del índice al consumidor, la inflación estuvo liderada por el aumento de los servicios privados (72%) y los alimentos frescos -frutas y verduras (84%) y carnes frescas (68%)-.

Además de la presión de la demanda, hubo otros factores "estructurales" que explican esta dinámica diferencial de los precios. Por un lado, el shock desindexatorio puesto en práctica por la convertibilidad, aún cuando fue muy exitoso, dejó un residuo de "inercia" inflacionaria. Por otro, se originó un empuje inflacionario por el aumento de la presión impositiva. Debido a la disminución en la evasión tributaria la recaudación del IVA se duplicó por un factor superior a dos en términos reales y esto parece haber afectado principalmente al sector servicios.

Además de la diferencia entre mayoristas y minoristas, la intensidad de este fenómeno puede verse en el cuadro 14, donde se muestran distintos indicadores de precios relativos. La relación entre el precio de los bienes industriales y los servicios privados, tomando como base 1986 = 100, era a diciembre de 1993 de 35. El mismo índice para los productos agropecuarios era de 29³⁶.

Esta evolución de la economía argentina muestra, entre otras cosas, que la relación entre estabilidad macroeconómica y movimiento de capitales dista de ser simple. Por una parte, la distorsión de precios relativos en el marco de la apertura de la cuenta capital presenta similitudes con las distorsiones observadas en el período de la "tablita". Por otra, también es cierto que el relajamiento de la restricción de crédito externo tuvo una importancia fundamental para la estabilización post-hiperinflacionaria. La mayor disponibilidad de divisas permitió la fijación del tipo de cambio nominal y, por ende, el "anclaje" de los precios absolutos.

Luego de las primeras etapas de la estabilización, sin embargo, parece que un exceso de oferta de fondos prestables del exterior tiende más bien a actuar en contra de

³⁵ En realidad, la tendencia al atraso del tipo de cambio real era anterior a la implementación del Plan de Convertibilidad y se relacionaba con el extraordinario superávit comercial de 1990 y también, aunque en menor medida, con la reversión en los flujos de capital que como vimos antecedieron temporalmente a la convertibilidad. En relación con esto, cabe mencionar que al momento de fijarse el tipo de cambio nominal al principio del programa, las autoridades económicas reconocieron que el tipo de cambio real no era el adecuado. Con este diagnóstico se intentó generar una reducción en el precio de los servicios y de ciertos bienes de manera tal de aumentar el tipo de cambio real. Este objetivo, sin embargo, era inconsistente con la pasividad de la política monetaria que convalidaba la presión de la demanda. Por lo tanto, no resulta extraño que la deflación esperada no ocurriera. De hecho ocurrió lo contrario. La distorsión de precios relativos tendió a acentuarse con el paso del tiempo.

³⁶ Si bien podría argumentarse que la productividad tiende a aumentar más en las actividades productoras de bienes comercializables y ello explicaría la disminución de su precio relativo a través del tiempo (apreciación del tipo de cambio), resulta difícil justificar por ese motivo variaciones de la magnitud de las que se muestran en el Cuadro 14. En especial en una década caracterizada por la falta de crecimiento y un bajo nivel de inversión.

la estabilidad. En efecto, es sabido que los programas heterodoxos basados en la desindexación y la fijación del tipo de cambio son exitosos para desactivar procesos de alta inflación o directamente hiperinflacionarios. Pero también es sabido que, si el período de fijación del tipo de cambio se extiende excesivamente en el tiempo, estos programas tienden a generar desequilibrios de precios relativos crecientes y, por ende, desequilibrios externos y/o fiscales insostenibles. En el caso presente de la Argentina, la distorsión de precios relativos está generando crecientes desequilibrios externos, pero ello no está presionando en favor de una mudanza del régimen cambiario justamente porque la fluida oferta de fondos del exterior está permitiendo el financiamiento de ese desequilibrio.

En este contexto, el programa está enfrentando un dilema de política difícil de resolver. Si el régimen cambiario fuera modificado en la dirección de corregir la distorsión de precios relativos ello actuaría en favor de la estabilidad en el mediano plazo en la medida en que tendería a cerrar el desequilibrio de cuenta corriente. Pero dado el excesivo acento puesto por las autoridades sobre el carácter "estructural" de la paridad fijada, en términos de credibilidad, el efecto impacto de una modificación en el tipo de cambio establecido en la Ley de Convertibilidad sería grave. Si, a su vez, el deterioro de la credibilidad incentivara un cambio en la composición de los portafolios privados en favor de los activos externos, *ceteris paribus*, la corrección necesaria en el tipo de cambio real sería mayor y debería ser más rápida. De esta forma, la situación es bastante paradójica: dados los conocidos efectos inflacionarios y recesivos de la devaluación, el incentivo de las autoridades para inducir una corrección "preventiva" en el tipo de cambio será siempre débil en la medida en que no haya una interrupción significativa en la entrada de capitales. Pero si tal interrupción no se produce, dada la pasividad de la política económica, es posible que los desequilibrios se acentúen con el tiempo.

Obviamente, pueden concebirse alternativas a la devaluación. Una recesión lo suficientemente fuerte podría inducir una caída en las importaciones y en los precios de los no-comercializables que equilibrara el sector externo. Esta alternativa, sin embargo, parece poco plausible. La profundidad y duración de la recesión necesaria sería tal que sus efectos sobre la estabilidad no serían muy diferentes a los de la devaluación. Asimismo, desde el punto de vista empírico, existe amplia evidencia de la rigidez de los precios nominales a la baja. Por último, en el actual contexto de política pasiva, una recesión-cum-deflación de la magnitud requerida sólo podría ser inducida por una reversión masiva en la entrada de capitales ya que el gobierno no cuenta con los instrumentos de política para lograrlo de otro modo.

Un problema adicional en relación con esto lo plantea la forma que ha tomado la mayor profundización financiera que se produjo *pari-passu* con la reversión de los flujos de capital. Como ya analizáramos, a diferencia del período de la "tablita", la remonetización de la economía conllevó una profundización de la dolarización del sistema y buena parte del nuevo crédito fue tomado para financiar actividades relacionadas con sectores no transables. Si se produjera un cambio de precios relativos sea vía deflación, sea vía devaluación, ello induciría un fuerte aumento en el peso real de los servicios de la deuda dolarizada y, seguramente, un sensible empeoramiento en la calidad de las carteras de los bancos con los consiguientes efectos sobre la estabilidad del sistema financiero en "argendólares". Si el cambio de precios relativos se diera a partir de una recesión de magnitud, el aumento en la morosidad de las carteras seguramente sería mayor. Cabe mencionar, por otra parte, que una fuerte disminución del nivel de actividad económica tendría un considerable impacto en las cuentas fiscales porque luego de las últimas reformas la estructura tributaria es mucho más dependiente del nivel de demanda efectiva.

En función de los problemas antes mencionados, el gobierno está tratando en la actualidad de reducir los costos internos a través de la desregulación de ciertas actividades y a través de la eliminación y/o reducción de los impuestos a la producción³⁷. La viabilidad de esta estrategia dependerá de la fortaleza de las cuentas fiscales y, básicamente, de la habilidad para reducir aún más la evasión fiscal.

Asimismo, para que esta estrategia funcione, debería producirse un "salto" discreto en los niveles de productividad de la economía. Una condición necesaria para que esto último suceda es que se mantengan altas tasas de crecimiento de la inversión que coloquen a la misma muy por encima de los todavía bajos niveles actuales. Si el salto de productividad ocurriera en las ramas productoras de no comercializables y tal aumento no se pasara a los salarios, el tipo de cambio real podría mejorar vía una deflación inducida por aumentos de productividad.

Hay una razón adicional por la cual la dependencia actual de los ingresos de capital podría devenir en una fuente de inestabilidad. Como consecuencia del liderazgo de los capitales privados en la reversión de los flujos de financiamiento, la composición del stock de deuda externa acumulada ha comenzado a variar en favor de una mayor participación del endeudamiento del sector privado. De esta forma, y a diferencia de los ochenta, mientras el sector público ha tenido éxito en reducir su grado de exposición financiera externa, son ahora los déficit del sector privado los que están alimentando el stock de deuda. El aumento de la deuda privada ha impedido una reducción mayor en los indicadores de fragilidad externa del país que son aún muy elevados. La relación entre deuda total (alrededor de U\$S 75.000 millones) y exportaciones se encuentra todavía en un nivel superior a 6.

A esto hay que agregarle la exposición en "argendólares" del sector privado. El stock de deuda privada en "argendólares" es actualmente de 16.000 millones de dólares (6% del PBI). Si se toma en cuenta que este endeudamiento es también consecuencia del proceso de repatriación de capitales, es razonable esperar que en sus decisiones de cartera los acreedores en argendólares se comportarán en forma similar a los acreedores externos del país.

Las similitudes entre la situación actual de la economía y la experiencia de 1978-81 son bastante obvias. Entre ellas cabe mencionar los importantes flujos de capital, la gran expansión del crédito de origen local, la apreciación del tipo de cambio, la evolución creciente del superávit comercial y la fragilidad del sistema financiero.

Hay, también, importantes diferencias. La de mayor relevancia es la situación del mercado internacional de capitales. Las tasas de interés son ahora mucho menores que a comienzos de los ochenta y lo mismo ocurre con la tasa de inflación en los países industrializados, especialmente en los Estados Unidos. Otras diferencias significativas son, en primer lugar, una mejor situación fiscal que no sólo es resultado del proceso de privatizaciones sino también -y fundamentalmente- de la reducción de la evasión fiscal. En segundo lugar, el sector privado tiene una participación mayor en el proceso de inversión y en consecuencia es posible que la asignación de los recursos sea más eficiente. No obstante, al evaluar la relevancia de este hecho para el crecimiento debe tenerse en cuenta que la tasa de inversión actual es menor a la de 1979-81, básicamente debido a la muy reducida tasa de inversión pública. En tercer lugar, en los últimos treinta meses ha habido una persistente reducción en la prima de riesgo país que, unida a la caída de las tasas de interés internacional, ha provocado una fuerte declinación en las

³⁷ Hacia fines de 1993 las autoridades anunciaron una reducción de los impuestos al trabajo para las actividades comercializables y la sustitución de otros gravámenes a la producción por impuestos al consumo.

tasas de interés interna. Por último, aunque ha habido una fuerte especulación en los mercados de capital y de bienes raíces, los signos de generación de una burbuja en esos mercados no han persistido. Luego de un aumento inicial, los precios en esos mercados son actualmente más bajos que dieciocho meses atrás (aún cuando todavía son sustancialmente superiores a los existentes antes de la estabilización).

A pesar de su importancia, ninguna de estas diferencias concernientes a la economía nacional parece ser lo suficientemente marcada como para cambiar la premisa de que existen similitudes considerables entre la experiencia actual y la de 1978-81. En realidad es la diferencia en el escenario internacional (particularmente el bajo nivel de las tasas de interés) la que constituye el factor básico de diferenciación entre ambas experiencias de liberalización. La favorable situación externa no sólo ha reducido los problemas de insolvencia del sector público sino que también ha inducido una reducción en la tasa de rendimiento requerida para la inversión física, haciendo más probable el mantenimiento de una oferta razonable de fondos externos en el futuro próximo. En este sentido lo que las señales provenientes del mercado internacional parecen sugerir es que existen mayores incentivos para la inversión y que hay más tiempo para llevar adelante el proceso de ajuste.

Más tiempo y más incentivos para la inversión en activos físicos, sin embargo, no garantizan la sustentabilidad de largo plazo de la reforma. Especialmente si la distorsión existente en los precios relativos llevara a una profundización del desequilibrio en cuenta corriente en vez de colocar a la economía en un nuevo sendero de crecimiento de equilibrio. En relación con esto la evolución futura de las exportaciones es clave. También lo es la evolución tanto del ahorro nacional como de la inversión. Es importante, en consecuencia, pasar revista breve a la evolución de estas variables luego de la reversión de los flujos de capitales.

2. Crecimiento, ahorro externo e inversión

Una de las consecuencias más negativas de la crisis de la deuda consistió en una reducción espectacular del coeficiente de inversión. Como puede verse en el cuadro 15, entre el máximo registrado en 1980 (26.6% del PBI) y el mínimo del período hiperinflacionario de 1989 (14.2%) hay una diferencia de 12 puntos porcentuales del PBI. Durante los años 1982-90, como consecuencia, el promedio del coeficiente de inversión fue muy inferior al del período de posguerra ubicándose en un promedio algo menor al 18%. La contrapartida de esto, naturalmente, fue el estancamiento de la economía. En 1990, el nivel del producto era 3,1% inferior al de 1980.

El aumento de los pagos de intereses durante la crisis de la deuda redujo marcadamente el ingreso nacional. Entre 1982 y 1990, en promedio el PBN fue un 5% menor al PBI debido al peso de los servicios de la deuda. Como la participación del gasto de consumo se mantuvo en los niveles del período pre-crisis, el resultado final fue una caída sustancial del ahorro nacional como proporción del ingreso. Debido a que la reducción en la inversión fue menor a la del ahorro nacional, la economía siguió haciendo uso del ahorro externo. Como vimos buena parte de ese ahorro fue obtenido mediante crédito "forzoso", es decir vía atrasos en los pagos de intereses devengados por la deuda externa.

Lo anterior, sin embargo, no implica que el esfuerzo de transferencia externa no haya sido espectacular. Debido a que el crédito externo fue sistemáticamente menor que

los intereses devengados, la Argentina hizo una transferencia neta positiva en los ochenta. Esta transferencia fue realizada mediante la generación de superávit comerciales. La contrapartida de esto fue que la absorción fue menor que el ingreso en alrededor de tres puntos porcentuales del producto en forma sistemática entre 1982 y 1990 (véase cuadro 15).

Esta evolución de la brecha externa cambió en forma significativa luego de la reversión en el movimiento de capitales. El cuadro 15 muestra que el nivel de la transferencia externa medida por la diferencia entre absorción y PBI cayó de un máximo de 6.9% en 1990 a -2.8% en 1992. Esto es, la marcada reversión en los movimientos de capital privado permitió que por primera vez en 11 años la Argentina efectuara una transferencia neta negativa al resto del mundo.

La flexibilización de la restricción externa detuvo la tendencia declinante de la tasa de inversión. Entre 1990 y 1992, hubo una recuperación de más de cinco puntos porcentuales en el coeficiente de inversión³⁸. Sin embargo, como tal recuperación se dio a partir de los deprimidos niveles post-hiperinflacionarios, el nivel promedio del coeficiente de inversión es aún similar al observado en promedio durante los ochenta. Para garantizar un proceso de crecimiento sostenido la tasa de inversión debería subir significativamente en el futuro³⁹. Esta aseveración no implica desconocer el hecho de que el nivel de actividad se recuperó considerablemente en los últimos años (la economía creció más de 8% anual promedio en 1991-92 y 6% en 1993). Justamente apunta a remarcar que esta recuperación parece estar más asociada con un aumento en el empleo de la capacidad productiva existente -subutilizada luego de los episodios hiperinflacionarios- que con una ampliación de la misma capaz de sostener el crecimiento en el largo plazo.

Una segunda nota negativa es que hubo un debilitamiento adicional de la tasa de ahorro debido a que el gasto de consumo tendió a crecer más rápidamente que el PBI. El coeficiente de consumo pasó de 78.9% en 1990 a 83.2% en 1992 (véase cuadro 15). Esta última cifra representa un pico en la serie y es aún mayor que la registrada en la experiencia de apertura de 1979-81⁴⁰. Obviamente, la reducción en la transferencia externa y la mayor disponibilidad de financiamiento del resto del mundo vía ingresos de capital privado son los factores que explican la aparente inconsistencia de que el coeficiente de consumo y el de inversión hayan subido al mismo tiempo.

La incertidumbre sobre el futuro más importante que plantea esta evolución del ahorro vis-a-vis la inversión es que aún cuando la tasa de inversión es todavía reducida, la utilización de ahorro externo para financiarla es significativa. Desde el punto de vista de la consistencia macroeconómica, entonces, pareciera que la alternativa es o bien generar una reducción marcada en el coeficiente de consumo que ayude a aumentar el coeficiente de inversión sin presionar sobre el ahorro externo, o bien lograr un incremento sustancial en la productividad de la inversión que permita incrementar la tasa de

³⁸ La tasa de crecimiento de la inversión global en 1991-92 se ubicó en 64%. El rubro que mostró la mayor tasa de crecimiento fue el de maquinaria y equipo (87%). La tendencia de crecimiento se mantuvo en 1993, aunque habría registrado tasas más bajas (13%).

³⁹ Tomando en cuenta que la asignación de los fondos de inversión por parte de las empresas públicas estaba lejos de ser eficiente es razonable esperar que haya un aumento en la eficiencia de la inversión realizada por las empresas privatizadas. Este hecho, sin embargo, debe ser evaluado tomando en cuenta el actual estado de deterioro de la infraestructura económica que necesitaría de una tasa de inversión por encima de la normal para ser recompuesta.

⁴⁰ Durante 1993 es probable que la participación del consumo se haya reducido en cerca de un punto porcentual del PBI.

crecimiento económico dado el coeficiente de inversión. La consistencia de las cuentas externas, por su parte, requiere que la tasa de crecimiento de los sectores transables sea muy superior a la de los no transables si es que el nivel de dependencia del ahorro externo y la fragilidad financiera van a ser reducidas en el futuro. En este sentido, cabe remarcar que la restricción más importante que la economía enfrenta tanto para el logro de una reducción de la tasa de consumo⁴¹ como para la inducción de una vigorosa tasa de crecimiento del sector de transables es la distorsionada estructura de precios relativos que presenta en la actualidad.

⁴¹ En particular, el atraso cambiario tiene un fuerte efecto sobre la relación consumo/PBI porque el nivel de gasto público corriente tiende a crecer por encima del producto. Ello, obviamente, se debe a que el gasto corriente está en su mayor parte compuesto por bienes no transables.

REFERENCIAS BIBLIOGRAFICAS

- Calvo, G. A., L. Leiderman y C.M. Reinhart (1993), "Capital inflows and real exchange rate appreciation in Latin America. The role of external factors", IMF Staff Papers, Vol. 40, No 1, marzo.
- Damill, M., J.M. Fanelli, R. Frenkel y G. Rozenwurcel (1993), "Crecimiento económico en América Latina: experiencia reciente y perspectivas", Desarrollo Económico, No. 130.
- Damill, M., Fanelli, J.M. y R. Frenkel (1991), "Shock externo y desequilibrio fiscal. La macroeconomía de América Latina en los ochenta: Chile", Buenos Aires, Documento Cedes No 77.
- Damill, M. y R. Frenkel (1987), "De la apertura a la crisis financiera. Un análisis de la experiencia argentina de 1977-82", Ensayos Económicos No. 37.
- Devlin, R., R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1994), "Repunte de los flujos de capital y el desarrollo: implicaciones para las políticas económicas", en R. Ffrench-Davis y S. Griffith-Jones (1994).
- Díaz Alejandro, C. (1985), "Good-bye financial repression, hello financial crash", Journal of Development Economics, 19, sept.-oct.
- Fanelli, J.M. y R. Frenkel (1993), "On gradualism, shock treatment and sequencing", en International Monetary and Financial Issues for the 1990's. Research Papers for The Group of Twenty-Four, Vol. II, Naciones Unidas, Nueva York, 1993.
- Fanelli, J.M., R. Frenkel y L. Taylor (1992), "The World Development Report 1991: A Critical Assesment", en International Monetary and Financial Issues for the 1990's. Research Papers for The Group of Twenty-Four, Vol. I, Naciones Unidas, Nueva York, 1993.
- Feldman, E. (1983), "La crisis financiera argentina: 1980-82. Algunos comentarios", Desarrollo Económico, No.91, Vol.23.
- Feldman, E. y J.F. Sommer (1984), Crisis financiera y endeudamiento externo, Centro de Estudios Transnacionales, Buenos Aires.
- Ffrench-Davis, R. (1983), (ed.), Las relaciones financieras externas. Su efecto en la economía latinoamericana, Fondo de Cultura Económica, México.

- Ffrench-Davis, R. y S. Griffith-Jones (comps.) (1994), Los nuevos flujos financieros hacia América Latina: fuentes, efectos y políticas, Fondo de Cultura Económica, México, en prensa.
- Frenkel, R. (1983), "Mercado financiero, expectativas cambiarias, y movimientos de capital", El Trimestre Económico No. 200, octubre-diciembre.
- Machinea, J.L. (1983), "The use of the exchange rate as an anti-inflation instrument in a stabilization-liberalization attempt: the Southern Cone experience", Ph. D. Dissertation, University of Minnesota.
- Machinea, J.L. y O. Kacef (1992), "Ahorro, inversión y crecimiento. Un análisis de sus perspectivas en el caso argentino", Documento de trabajo N° 1, Instituto para el Desarrollo Industrial, Fundación UIA, Buenos Aires.
- Mc Kinnon, R.I. (1991), The order of economic liberalization. Financial control and the transition to a market economy, Johns Hopkins University Press, Londres.
- Obstfeld, M. (1982), "Can we sterilize? Theory and evidence", American Economic Review, mayo.

Anexo 1
CUADROS ESTADISTICOS

Cuadro 1. Programa de estabilización 1978-81: Indicadores seleccionados

Período	Movimiento de capitales (Millones de U\$S)			Prima de riesgo (% anual)	Tipo de Cambio Real*	Evolución Crédito Real**
	Autónomos Total	Privados	Públicos			
Total 1978	1366	-83	1449		100.0	100.0
1979.1	1029	866	163	1.1	76.8	100.0
1979.2	1033	773	260	1.2	73.1	108.8
1979.3	1335	973	362	2.7	66.6	123.3
1979.4	1517	1027	491	2.5	64.2	159.3
Total 1979	4915	3639	1276			
1980.1	1126	398	728	1.8	61.3	183.8
1980.2	-793	-1439	646	2.2	57.4	193.8
1980.3	1455	1103	352	3.6	53.6	224.0
1980.4	465	-805	1270	3.1	48.6	244.0
Total 1980	2253	-743	2997			
1981.1	-1236	-3797	2561	4.2	48.7	231.6

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA e INDEC.

(*) Deflacionado por el Índice de Precios Minoristas.

(**) Crédito interno nominal deflacionado por el Índice de Precios Mayoristas.

Cuadro 2. Fuentes y Usos de Fondos Externos, 1977-93
(en millones de US\$)

Período	Superávit Cuenta Comercial (1)	Déficit Cuenta Corriente (2)	Variación Reservas Internac. (3)	(3)+(2) = (4)+(5)	Mov. Capitales Compensat. (4)	Mov. Capitales Autónomos (5)
1977	1,488	-1,290	2,226	936	-253	1,189
1978	2,566	-1,833	1,998	165	-1,201	1,366
1979	1,100	537	4,442	4,979	65	4,915
1980	-2,529	4,768	-2,796	1,972	-281	2,253
1981	-287	4,714	-3,521	1,193	38	1,155
1982	2,287	2,358	-715	1,643	5,451	-3,808
1983	3,331	2,461	1,684	4,145	4,256	-111
1984	3,983	2,391	99	2,490	1,843	647
1985	4,582	953	2,017	2,970	2,573	397
1986	2,128	2,859	-514	2,345	1,561	784
1987	540	4,238	-1,274	2,964	2,826	138
1988	3,810	1,572	1,961	3,533	3,342	191
1989	5,374	1,292	-1,559	-267	5,326	-5,593
1989 (*)	5,374	1,292	-1,559	-267	1,937	-2,204
1990	8,275	-1,789	2,751	962	2,072	-1,110
1991	3,703	2,803	1,880	4,683	6,566	-1,883
1991 (*)	3,703	2,803	1,880	4,683	1,109	3,574
1992	-2,637	8,311	4,337	12,648	1,185	11,463
1992 (*)	-2,637	8,311	4,337	12,648	1,293	11,355
1993 (**)	-3,696	8,300	3,808	12,108	-3,151	15,259
Sum.82-90:	34,310	16,335	4,450	20,785	25,861	-5,076
82-90 (*)	34,310	16,335	4,450	20,785	22,472	-1,687
Sum.91-93:	-1,964	19,414	10,025	29,439	4,600	24,839
91-93 (*)	-1,964	19,414	10,025	29,439	-749	30,188

Fuente: Elaborado sobre la base de datos del Banco Central.

(*) Neto de operaciones de consolidación, ver nota cuadro 3.

(**) Estimado.

Cuadro 3. Movimiento de Capitales Autónomos, 1977-93
(en millones de US\$)

Periodo	Capitales Autónomos	Privados	Privatización e Inv. Ext. Dir. Préstamos		Crédito Comercial	Otros	Publico(**)	Bonos y Préstamos a Empresas Públicas
	(1)=(2)+(7)	(2)=3+4+5+6	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)=(8)+(9)	(8)
1977	1,189	216	52	393	-81	-149	973	5
1978	1,366	-83	295	514	-398	-494	1,449	624
1979	4,915	3,639	235	3,543	772	-912	1,276	585
1980	2,253	-743	739	3,886	-86	-5,283	2,997	1,981
1981	1,155	-3,469	927	3,112	-3,386	-4,122	4,624	2,695
1982	-3,808	-4,017	257	-521	-2,720	-1,032	209	-272
1983	-111	-2,514	183	-1,831	-411	-456	2,403	2,249
1984	647	-1,558	269	-2,674	500	347	2,210	5
1985	397	-894	919	-1,733	-812	732	1,291	1,098
1986	784	420	574	-459	-539	844	318	46
1987	138	-695	-19	-24	-492	-160	421	412
1988	191	393	1,147	-228	-693	167	-202	103
1989 (*)	-5,593	-5,242	1,028	111	-2,228	-4,153	-351	40
1990	-2,204	-1,853	1,028	111	-2,228	-764	-351	40
1991 (*)	-1,110	-1,361	1,141	92	451	-3,045	251	255
1992	-1,883	-2,636	2,439	345	1,758	-7,178	753	647
1993	3,574	2,821	2,439	345	1,758	-1,721	647	105
Sum. 82-90:	11,463	11,620	2,283	611	3,190	5,536	-157	55
Sum. 91-93 (*):	11,355	11,512	2,283	611	3,190	5,428	-157	-212
	15,259	11,707	3,164	3,318	386	4,839	3,522	-15
Sum. 82-90:	-5,076	-12,079	5,499	-7,267	-6,944	-3,367	7,003	667
Sum. 91-93 (*):	-1,687	-8,690	5,499	-7,267	-6,944	22	7,003	667
	24,839	20,691	7,886	4,274	5,334	3,197	4,148	-122
	30,188	26,040	7,886	4,274	5,334	7,546	4,148	-122

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Central.

(*) Significa corregido por operaciones de consolidación. En 1989, debido al Plan Bonex, que transformó en deuda externa parte de los activos financieros domésticos de particulares, la columna (6) se desglosa en -4153 = -764 -3389, donde esta última cifra refleja la "salida" de fondos asociada a la emisión de Bonex. En consecuencia, el saldo total de capitales autónomos privados se desglosa también como: -5242 = -1853 -3389. Del mismo modo, el saldo total de la cuenta de capitales autónomos, descontada la referida operación, sería de -2204 millones de dólares. En los cuadros 2 y 3 figura la corrección en la cuenta de capitales compensatorios necesaria para mantener la consistencia del balance de pagos.

(continuación cuadro 3)

En 1991, una operación de consolidación de deuda pública mediante emisión de títulos por 5457 millones de dólares afecta los registros de manera similar a la referida en la nota anterior. Descontada esa operación, el saldo de los movimientos privados sería de +2821, y el saldo total alcanzaría a +3574. Las demás cuentas que son afectadas aparecen corregidas en consonancia en los cuadros correspondientes.

Por último, en 1992 fueron rescatados Bonos del Tesoro por 108 millones de dólares. Este rescate figura en el rubro "Otros" del sector privado con signo positivo y, como contrapartida, en "Otros" capitales compensatorios. Si esta operación se elimina, el saldo de capitales privados pasaría de US\$ 11.620 a US\$ 11.512 y también debería reducirse el monto total de capitales autónomos de US\$ 11.463 a US\$ 11.355. Para preservar la consistencia contable, el saldo de capitales compensatorios debería aumentarse de US\$ 1.185 a US\$ 1.293. Todas estas correcciones pueden observarse en los cuadros 2, 3 y 4. Por otra parte, cabe mencionar que en el cuadro presentado se han eliminado las operaciones de reconversión de deuda vía privatizaciones. En 1990 las operaciones de conversión sumaron US\$ 890 millones, mientras que en 1992 por este medio se convirtieron bonos de Consolidación, Bonos de Proveedores, Bonos del Tesoro y otros títulos del gobierno por US\$ 1819 millones.

(**) Esta columna incluye también el rubro "Uso de la Trade Credit".

Cuadro 4. Movimiento de Capitales Autónomos, 1990-93
(millones de US\$)

Período	Total	Privados	Privados*	Privados**
1990.1	-195	-187	-187	-227
1990.2	-68	-27	-27	-125
1990.3	-1276	-1530	-1694	-1560
1990.4	429	383	-261	344
Tot.1990	-1110	-1361	-2169	-1568
1991.1	-206	-163	-290	-165
1991.2	-25	-29	-362	-119
1991.3	616	236	-670	591
1991.4	3189	2777	2169	2954
Tot.1991	3574	2821	847	3261
1992.1	2967	3073	2212	3062
1992.2	2165	2344	2616	2265
1992.3	2177	2045	1809	2147
1992.4	4046	4050	3040	4088
Tot.1992	11355	11512	9671	11562
1993.1	3288	1679	1377	1739
1993.2	2495	1745	1745	2272
1993.3	4402	4086	2135	4361
1993.4	4874	3997	3707	4737
Tot.1993	15259	11707	9164	13109

(*)Según destino; (**) según origen.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA.

Cuadro 5. Asignación de Fondos Externos a los Sectores Público y Privado.
(Excluye operaciones de conversión de deuda asociadas a las privatizaciones)
(en millones de US\$)

	89	90	91	I	II	III	IV	92	I	II	III	IV	93	I	II	III	IV	Convert. (**)
Sector Privado	-1853	-2169	847	-290	-362	-670	2169	9671	2110	2147	1912	3502	9164	1398	1778	2152	3836	19982
Cred. Export.	-717	1411	70	1100	213	-641	-602	-2175	-72	-409	-1007	-6873	1032	149	48	313	522	4908
Cred. Import.	-1511	-960	1688	-48	157	656	923	5365	919	1239	1790	14173						
Empresas	111	92	345	32	52	-10	271	611	317	56	88	150	3318	251	710	1047	1310	4242
IED	1028	333	465	53	107	76	229	442	59	112	47	224	621	130	219	123	149	1475
Otros	-764	-3045	-1721	-1427	-891	-751	1348	5428	887	1149	994	2398	4839	896	804	654	2494	9973
Sector Público	1586	3131	3836	-205	951	1627	1463	2977	640	742	1192	403	2944	2776	-2341	1912	597	9837
Privatización	0	808	1974	127	333	906	608	1841	963	197	133	548	2543	302	0	1951	290	6231
Autónomo																		
Capital	-351	251	753	-43	4	380	412	-157	-106	-179	132	-4	3552	1609	750	316	877	4191
Otros	-3389	0	-5457	0	0	0	-5457	108	0	108	0	0	0	0	0	0	0	-5349
Financiamiento																		
compensatorio	5326	2072	6566	-289	614	341	5900	1185	-217	616	927	-141	-3151	865	-3091	-355	-570	4764
Atrasos	2927	1912	1788	440	825	312	211	884	215	222	181	266	68	68	0	0	0	2300
Otros (*)	2399	160	4778	-729	-211	29	5689	301	-432	394	746	-407	-3219	797	-3091	-355	-570	2464
TOTAL	-267	962	4683	-495	589	957	3632	12648	2750	2889	3104	3905	12108	-563	4174	4064	4433	29809

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central.

(*) Incluye operaciones de consolidación, excepto la regularización de atrasos durante el segundo trimestre de 1993. Ver nota en Cuadro 3.

(**) Corresponde al período del Plan de Convertibilidad (1991 II a 1993 IV).

Cuadro 6. Resultados Financieros del Proceso de Privatización (1990-93)
(en millones de US\$)

Sector	Forma de la Transferencia	Efectivo	Amortizac.de Deuda Externa (Valor Mercado)	Transferencia de Pasivos Total	Amortizac.de Deuda Externa (Valor Nominal)
Telecomunicaciones	Venta de Acciones	2270.9	1257.0	--	3527.9
Transp. Aéreo	Venta Directa	260.1	483.1	--	743.1
Ferrocarriles	Concesión	--	--	--	--
Electricidad	Venta Directa	524.0	1681.0	1071.0	3276.5
Puertos	Concesión/Vta.directa	13.6	--	--	13.6
Caminos(1)	Concesión	--	--	--	--
T.V. y Radio	Concesión	13.9	--	--	13.9
Petróleo	Venta de Acciones	2040.6	--	--	2040.6
YPF	Concesión	3040.0	--	--	3040.0
Gas	Venta Directa	300.1	1541.1	1110.1	2951.1
Agua y Cloacas(2)	Concesión	--	--	--	--
Industria					
Petroquímica	Venta de Acciones	545.0	28.4	--	82.8
Astilleros	Venta Directa	59.8	--	--	59.8
Acero	Venta Directa	143.3	22.1	--	165.4
Propiedades Públicas	Venta Directa	183.6	--	--	107.1
Otros	Concesión/Vta. Directa	65.2	2.4	--	67.6
Monto Total		8982.1	5017.7	2181.0	16180.8
					13248.1

Fuente: Ministerio de Economía.

Cuadro 7. Superávit Global del Sector Público (como porcentaje del PBI)

	1990	1991	1992	1993
I. Ingresos Corrientes	14.41	15.86	17.15	17.85
II. Gastos Corrientes excluyendo intereses	11.99	14.3	14.96	15.15
III. Ahorro Corriente(I-II)	2.42	1.56	2.19	2.70
IV. Pago de intereses en efectivo	-1.12	-2.12	-0.38	-1.18
V. Superávit Corriente(de caja)(III-I)	1.30	-0.56	1.81	1.52
VI. Inversión	1.42	1.05	0.81	0.78
VII. Superávit del Banco Central	-0.75	-0.36	-0.14	0.00
VIII. Superávit de Caja (V-VI-VII)	-0.87	-1.97	0.86	0.74
IX. Intereses no pagados	-2.98	-0.92	-0.68	-0.08
X. Superávit (VIII+IX)	-3.85	-2.89	0.18	0.66
XI. Ingresos por privatización en efectivo	0.45	1.21	0.79	1.00
XII. Superávit Global (X-XI)	-3.40	-1.68	0.97	1.66
Superávit global excluyendo atrasos	-0.42	-0.76	1.65	1.74

Fuente: Ministerio de Economía.

Cuadro 8. Emisión de Euronotas y Bonos Internacionales (1991-93).

Sector	En millones de Dólares	Como porcentaje del total
Industria	679.5	16.9
Petróleo	1.000.0	24.8
Servicios	660.0	16.4
Bancos	1.692.5	41.9
TOTAL	4.032.0	100

Fuente: Elaborado en base a datos de "Prensa Económica".

**Cuadro 9. Evolución del Segmento de "Argendólares"
(en millones de US\$)**

	Depósitos en Dólares				Capacidad Prestable	Dep. en Dólares/ Dep. Totales (%)	Dep. a Plazo dólares/Dep. a plazo Total (%)*
	Cuenta Corriente	Depósitos de Ahorro	Depósitos a plazo	TOTAL			
1988	12		1219	1231	0	10	11
1989	22		1200	1222	331	12	13
1990	231		1480	1711	1280	29	36
Dic. 1990	597		2246	2843	2591	28	30
Mar. 1991	853		2536	3389	3180	40	40
Jun. 1991	661	506	3432	4599	4068	43	50
Sept. 1991	716	868	4139	5723	5036	46	54
Dic. 1991	782	1137	4642	6561	5746	45	54
Mar. 1992	879	1505	5516	7900	6900	46	55
Jun. 1992	852	1536	6670	9058	8017	43	52
Sept. 1992	836	1674	7834	10344	9205	44	53
Dic. 1992	839	1868	8231	10938	9703	45	54
Mar. 1993	543	2406	9282	12231	11543	43	51
Jun. 1993	555	2679	10298	13532	11832	44	53
Sept. 1993	601	3824	12488	16913	14636	47	56
Dic. 1993	616	4151	13264	18031	15583	47	58

Fuente: Elaborado sobre la base de datos del Banco Central.

(*) Excluye depósitos en cuenta corriente.

Cuadro 10. Agregados monetarios en pesos (en millones de US\$)

	Billetes y monedas	Cuenta corriente	Caja Ahorro	Dep. a plazo	M1	M2	Depósitos en pesos
1988	1711	1508	1261	8605	3219	13085	11374
1989	1504	1241	798	7344	2745	10887	9383
1990	1644	1520	1636	1014	3164	5814	4170
Dic. 1990	3521	2063	2632	2706	5584	10922	7401
Marzo 1991	2350	1429	1804	1933	3779	7516	5166
Junio 1991	3209	2114	1594	2312	5323	9229	6020
Sept. 1991	3790	2353	1619	2719	6143	10481	6691
Dic. 1991	4761	3160	1789	3066	7921	12776	8015
Marzo 1992	5028	3577	2039	3622	8605	14266	9238
Junio 1992	5529	4396	2542	4912	9925	17379	11850
Sept. 1992	5843	4612	2768	5778	10455	19001	13138
Dic. 1992	6783	4909	2758	5998	11692	20448	13665
Marzo 1993	6997	4995	3639	7474	11992	23105	16108
Junio 1993	7580	5472	3998	7600	13052	24650	17070
Sept. 1993	8378	6648	4268	8350	15026	27644	19266
Dic. 1993	9254	7403	4323	8455	16657	29435	20181

Fuente: Elaborado en base a datos del Banco Central.

Cuadro 11. Evolución de las tasas anuales de interés, prima de riesgo y devaluación esperada(%)

Período	Tasa de Interés Local(*)	Tasa de Retorno del Bonex	Tasa Libo	Prima de Riesgo Estimada	Tasa de Devaluación Esperada	Devaluación Observada
1981 IV	127.58	18.38	14.66	3.25	92.24	465.17
1982 IV	151.10	20.15	9.96	9.27	108.99	331.69
1983 IV	407.77	22.22	9.79	11.32	315.45	526.99
1984 IV	1269.48	19.11	9.73	8.55	1049.79	477.42
1985 IV	72.47	17.78	8.10	8.95	46.43	52.75
1986 IV	138.62	14.34	6.10	7.76	108.70	208.39
1987 IV	198.93	23.73	7.73	14.85	141.60	267.98
1988 IV	215.52	23.69	9.15	13.32	155.09	5955.42
1989 I	434.38	36.12	10.23	23.49	292.58	11739.88
II	29473.47	33.27	9.58	21.61	22091.10	3340.69
III	301.49	25.36	8.79	15.23	220.26	774.77
IV	298.36	32.35	8.29	22.21	201.00	470.14
1990 I	3934.55	45.98	8.48	34.57	2663.80	171.48
II	239.56	29.85	8.65	19.51	163.67	94.52
III	270.68	23.06	8.21	13.72	201.18	73.70
IV	135.90	25.15	7.87	16.02	93.12	85.70
1991 I	240.47	25.16	6.81	17.18	185.24	19.05
II	22.09	17.21	6.37	10.19	4.16	0.45
III	22.62	15.01	5.96	8.54	6.62	-0.20
IV	17.08	10.51	4.90	5.09	5.95	0.10
1992 I	15.43	10.85	4.40	5.19	4.13	0.80
II	16.17	9.85	4.17	5.45	5.75	0.00
III	14.80	10.56	3.50	6.80	3.84	0.00
IV	17.24	12.20	3.61	8.29	4.49	0.00
1993 I	16.75	11.53	3.28	7.99	4.60	0.00
II	11.62	8.36	3.31	4.89	3.00	0.00
III	10.27	7.55	3.55	3.93	2.45	0.00
IV	7.93	6.95	3.50	3.20	0.91	0.00

(*) Tasa de interés local de depósitos a 30 días.

Fuente: Elaboración de los autores.

Cuadro 12. Evolución de las tasas de interés activas mensuales (%)*

Institución	Junio 1991		Diciembre 1991		Junio 1992		Diciembre 1992		Agosto 1993	
	Pesos	US\$	Pesos	US\$	Pesos	US\$	Pesos	US\$	Pesos	US\$
Bancos Públicos Nacionales	1.65	n.d.	2.17	n.d.	1.79	0.66	1.45	0.39	1.17	
Bancos Públicos Provinciales	3.07	n.d.	3.01	n.d.	2.77	1.07	1.99	1.16	1.54	
TOTAL Bancos Públicos	2.17	n.d.	2.94	n.d.	2.56	0.94	1.95	0.94	1.41	0.93
Bancos Privados	4.91	n.d.	4.76	n.d.	2.85	1.14	4.41	1.23	2.67	1.14
Bancos Extranjeros	3.13	n.d.	3.91	n.d.	2.72	0.83	3.95	1.02	2.21	0.91
Bancos Cooperativos	6.43	n.d.	5.23	n.d.	4.27	1.43	4.55	1.58	3.34	1.49
TOTAL Bancos Privados	4.74	n.d.	4.67	n.d.	3.33	1.04	4.33	1.19	2.70	1.09
Entidades No Bancarias	5.33	n.d.	4.46	n.d.	3.74	1.62	4.31	1.66	2.62	1.66
TOTAL del Sistema Financiero	2.71	n.d.	3.77	n.d.	3.07	1.05	3.23	1.17	2.07	1.06

(*) El crédito de importaciones está incluido en el crédito en dólares.

Fuente: Banco Central.

Cuadro 13. Evolución de la Bolsa de Buenos Aires.

Período	Monto de Transacciones (En millones de dólares)	Índice Mercado	Capitalización del Mercado
1990			
I	56,6	1045	2593
II	58	1511	3241
III	67,2	1858	3360
IV	44,1	1599	3620
1991			
I	173,6	3680	5272
II	132,9	5091	5501
III	595,6	9991	11995
IV	660,5	12272	18644
1992			
I	1070,8	15088	25746
II	2146,6	18186	25524
III	1251,8	11350	18210
IV	1327,8	10023	18435
1993			
I	1322	10215	18769
II	4305	10228	26733
III	7172	12076	31178
IV	9819	15381	42931

Fuente: Instituto de Investigaciones del Mercado de Valores.

Cuadro 14. Evolución de los Precios Relativos Clave (% , 1986=100)

	Tipo de Cambio Real*		Mayoristas/ Minorista	Industr./ Servicios Privados	Industr./ Servicios Totales	Primario/ Servicios Privados
	Dólar	Canasta				
1980	39.5	46.2	87.1	90.2	87.0	85.4
1981	47.9	51.8	88.3	90.5	88.3	78.3
1982	82.4	83.9	116.9	139.4	129.9	141.7
1983	97.4	93.6	126.1	146.3	147.1	153.4
1984	90.7	80.7	119.0	131.7	134.6	131.0
1985	105.7	89.4	114.6	120.0	120.0	89.5
1986	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
1987	103.0	110.6	94.9	99.7	97.1	96.6
1988	98.3	109.5	109.6	126.7	122.0	113.9
1989	133.1	146.6	124.3	155.1	152.8	143.6
1990	90.1	107.1	94.6	85.9	87.0	70.4
1991	67.1	96.3	67.6	61.0	59.5	45.4
Dic. 91	65.8	81.0	61.8	54.2	53.9	42.3
Junio 92	62.6	77.0	57.8	49.4	49.0	38.7
Dic. 92	61.6	79.1	54.3	38.7	44.2	32.8
Marzo 93	61.1	80.4	53.3	37.9	43.5	32.2
Junio 93	60.9	79.5	52.2	37.0	42.9	32.3
Sept. 93	60.8	77.9	52.0	36.3	41.6	32.7
Dic. 93	61.3		50.6	35.3	40.6	29.3

(*) Deflacionado por índice de precios combinado mayorista y minorista.

Fuente: Elaborado sobre la base de datos del Banco Central e Indec.

Cuadro 15. Estructura del PIB (% , precios constantes)

Año	PBI	Oferta			Absorción		
		Importac.Global	Consumo	Inversión	Export. Interna		
1980	100.0	11.9	111.9	78.3	26.6	7.0	104.9
1981	100.0	11.6	111.6	80.2	23.6	7.8	103.8
1982	100.0	6.9	106.9	78.1	20.4	8.4	98.5
1983	100.0	6.2	106.2	78.4	19.5	8.3	97.9
1984	100.0	6.3	106.3	79.9	18.5	7.9	98.4
1985	100.0	5.9	105.9	79.8	16.3	9.8	96.1
1986	100.0	6.3	106.3	80.7	17.5	8.2	98.2
1987	100.0	7.0	107.0	79.7	19.5	7.7	99.3
1988	100.0	6.3	106.3	77.5	19.5	9.3	97.0
1989	100.0	5.5	105.5	79.3	15.7	10.5	95.0
1990	100.0	5.5	105.5	78.9	14.2	12.5	93.1
1991	100.0	8.4	108.4	81.6	16.3	10.5	97.9
1992	100.0	12.6	112.6	83.2	19.6	9.7	102.8

Fuente: Banco Central.