

Nota sobre la evolución de la economía argentina en 1989

documento de trabajo

37

Documento de Trabajo Nº 37

Distribución LIMITADA

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

**NOTA SOBRE LA EVOLUCION
DE LA ECONOMIA ARGENTINA EN 1989**

Buenos Aires, mayo de 1990

Índice

	Página
I. Rasgos generales de la evolución reciente	1
1. Introducción y síntesis	1
II. La Evolución de la Actividad Económica	15
1. Las tendencias en la oferta y la demanda globales	15
2. La evolución de los principales sectores	18
2.1. <i>El sector agropecuario</i>	20
2.2. <i>La minería</i>	22
2.3. <i>El sector manufacturero</i>	24
2.4. <i>El sector de la construcción</i>	28
2.5. <i>El sector de la electricidad</i>	28
III. El Sector Externo	31
1. La evolución global y el financiamiento del déficit del balance de pagos	31
2. La política cambiaria	33
3. El comercio exterior	45
3.1. <i>Las exportaciones</i>	45
3.2. <i>Las importaciones</i>	49
IV. Los precios, los salarios y el empleo	51
1. Los precios	51
2. Los salarios y el empleo	59
V. La política fiscal y monetaria	65
1. La política fiscal	65
2. La política monetaria y financiera	73

I. Rasgos generales de la evolución reciente

1. Introducción y síntesis

La Argentina ha sido típicamente una economía de alta inflación. Sin embargo, los brotes hiperinflacionarios de 1989 se distinguieron de anteriores episodios, no solo por la velocidad de las alzas de precios sino también por los comportamientos a los que estuvieron asociados. La hiperinflación se desató en el segundo trimestre -tras el quiebre del "Plan Primavera"- y nuevamente a finales del año, cuando se vio desbordado el programa que inició en julio el gobierno inaugurado en ese momento. La extrema inestabilidad de precios llegó en algunos momentos a perturbar hasta las transacciones cotidianas. En estas condiciones, el producto agregado declinó otra vez, en alrededor del 5%; la caída acumulada en los últimos dos años superó el 7%. Ante la reducción en la demanda de trabajo y la aguda inflación, los salarios reales mostraron una fuerte baja, mientras que el desempleo aumentó. Como es usual, la recesión estuvo acompañada por un aumento del saldo comercial, que alcanzó un valor sin precedentes. Pero esto no se tradujo en un alivio de la situación de pagos externos: la voluminosa salida de capitales provocó una caída en las reservas, al tiempo que se acumulaban atrasos de gran magnitud en los servicios de la deuda.

Uno de los rasgos más salientes de la evolución económica en 1989 fue la crisis de financiamiento del sector público. El problema

fiscal ha tenido un carácter crónico: por un largo período, el déficit del gobierno ha sido incompatible con una inflación moderada. Por otro lado, la experiencia de altas inflaciones llevó a los agentes a reducir sus saldos monetarios reales -en una tendencia que posiblemente no sea reversible en su totalidad- y el mercado interno de deuda pública ha sido estrecho y de comportamiento poco predecible. En buena medida, estos fueron efectos acumulativos de los desequilibrios del gobierno y, al mismo tiempo, hicieron más graves las consecuencias de éstos. De todos modos, resulta difícil identificar una perturbación exógena o una modificación definida en la gestión fiscal que hayan disparado la hiperinflación. Más bien, el cambio en el régimen inflacionario parece haber sido determinado, en lo inmediato, por una generalizada sensación de desconfianza (inducida en parte por incertidumbres de tipo político), que se reflejó particularmente en los mercados de activos financieros.

Hacia fines de 1988, la tasa de inflación había disminuído a menos del 10% mensual. No obstante, el "Plan Primavera", entonces en vigencia, mostraba signos de gran fragilidad. Este plan estaba basado en un esquema de tipo de cambio dual que determinaba un impuesto implícito a las exportaciones primarias. Estas se liquidaban a un tipo de cambio comercial administrado por el Banco Central; las transacciones financieras y las importaciones se cursaban por un mercado de flotación sucia. La tarea de regular este último mercado recaía principalmente sobre la política monetaria. En un principio, la expectativa de una devaluación más lenta en el corto plazo había estimulado las ventas de divisas al Banco Central. Sin embargo, la tasa de interés se mantenía alta; esto hacía crecer el volumen real de la deuda interna del sector público y el valor de sus servicios. No existían perspectivas de que se generara un superávit fiscal primario que

compensara la carga de esos servicios. Por otro lado, al aumentar la masa de fondos colocados a plazos muy cortos (cuya contrapartida eran, en buena medida, encajes remunerados) era consecuentemente mayor la cantidad de recursos que podían volcarse rápidamente al mercado de cambios. Era probable, además, que la demanda precautoria de divisas se incrementara, especialmente al acercarse las elecciones presidenciales de mayo de 1989. Si bien puede haber habido expectativas diversas sobre cuándo y en qué condiciones el gobierno debería abandonar el esquema cambiario, con el correr del tiempo se fue difundiendo la percepción de que ello sucedería en algún momento cercano. Esas mismas expectativas aumentaban los riesgos percibidos de mantener activos en moneda nacional.

El Banco Central contaba con recursos limitados para afrontar la eventualidad de un drenaje de divisas. Las reservas habían aumentado a lo largo de algunos meses, pero ello había respondido principalmente a la liquidación anticipada de exportaciones (a efectos de aprovechar los diferenciales de tasas de interés), por lo que la oferta futura de divisas era incierta. La moratoria de facto en los servicios de la deuda con los bancos acreedores (durante la cual se realizaron, no obstante, pagos de importancia a instituciones oficiales de crédito) había implicado un gran aumento en los atrasos. Por otro lado, a principios de 1989 trascendieron noticias sobre dificultades en las negociaciones con organismos multilaterales. Todo ello hacía que ni la configuración general de las políticas económicas ni la situación de liquidez internacional del Banco Central fueran tales que pudieran desanimar una posible corrida cambiaria.

En enero de 1989, el Banco Central endureció la política monetaria para enfrentar una creciente demanda de divisas. Esto no resultó suficiente: la pérdida de reservas se aceleró rápidamente.

Finalmente, ante las claras indicaciones de que la tendencia no era reversible, las autoridades decidieron abandonar la intervención en el segmento libre del mercado de cambios y -a efectos de amortiguar el impacto sobre los precios internos- crearon un tercer mercado, de cotización regulada, para las importaciones. El tipo de cambio libre creció fuertemente en la segunda semana de febrero. En poco tiempo se hizo evidente que esto no representaba un ajuste de una sola vez sino que, por el contrario, la presión sobre el mercado de cambios iba en aumento luego de adoptadas esas medidas.

La gravísima crisis de balanza de pagos de la primera mitad de 1989 tuvo una característica particular. Como se mencionó, el saldo comercial creció a partir de valores ya bastante altos; el exceso de demanda de divisas se originó en un masivo corrimiento en las carteras de activos. Ante la ruptura del esquema de políticas del Plan Primavera, las perspectivas de una inflación en ascenso y, en especial, la incertidumbre que generaba la proximidad del cambio de gobierno (particularmente en cuanto al tratamiento que darían las nuevas autoridades a la deuda interna contraída por el gobierno saliente), la reacción de muchos agentes fue incrementar sus posiciones en moneda extranjera, aun a precios mucho más altos y pese al fuerte aumento de la tasa de interés interna. Así, el mercado de cambios mostró una notable volatilidad y la cotización del dólar alcanzó valores reales fuera de los rangos de variación usuales en los años recientes. Por otra parte, no obstante la sucesión de medidas cambiarias que fueron adoptadas antes y después del reemplazo del equipo económico a comienzos de abril, el Banco Central continuó perdiendo reservas.

La turbulencia en el mercado de cambios estrechó aún más la capacidad de gestión macroeconómica: la política se vio reducida a responder con instrumentos limitados a los hechos que se sucedían y

se enfrentó a una clara pérdida de confianza por parte del público. El déficit fiscal aumentó, pese a la reducción de los salarios reales y las inversiones, porque los ingresos tributarios cayeron y se produjo un considerable atraso en las tarifas públicas. Además, el fuerte crecimiento en la tasa de interés elevó la carga de la deuda interna; también tuvo una influencia apreciable la intensa devaluación dado que una parte significativa de los bonos públicos era ajustable por el precio de las divisas. Pese a que el Banco Central intentó en ciertos momentos ofrecer letras con muy alto rendimiento y, en mayo, se llegó al recurso de disponer un congelamiento transitorio de depósitos, la política monetaria contaba con poco margen para atenuar la expansión de la liquidez nominal: el ritmo de creación monetaria se aceleró netamente, frente a una demanda que se contraía con rapidez.

A partir de febrero, la inflación se aceleró exponencialmente: la tasa de variación del IPC se duplicó (en forma aproximada) mes a mes hasta el máximo de julio. En la primera respuesta de los precios a la devaluación parece haber habido elementos de inercia, que amortiguaron el impacto inicial. Sin embargo, con el correr de las semanas se produjo un cambio de comportamiento: la tasa de inflación pasada dejó de servir como referencia común para la formación de salarios, y los ajustes de precios se hicieron cada vez más frecuentes. La volatilidad del tipo de cambio se transmitió rápidamente a los precios de los bienes transables, o con un gran contenido de insumos importados; aunque la "dolarización" no llegó a extenderse a los bienes de consumo cotidiano, la práctica de vincular las variaciones de precios al tipo de cambio parece haber alcanzado una cierta difusión en las transacciones intermedias.

En todo caso, la tasa de inflación mostró fuertes oscilaciones semana a semana, y también se movieron intensamente los precios

relativos. La incertidumbre sobre los valores de reposición llevó a las empresas a aumentar sus márgenes y, en algunos casos, hubo resistencias a efectuar ventas. Asimismo, el crédito comercial se contrajo. Es decir que la inestabilidad dio lugar a una visible retracción de la oferta, que contribuyó a producir la intensa caída en la actividad que se observó en el segundo trimestre. No obstante los acelerados aumentos en los salarios nominales (los que llegaron a renegociarse en más de una ocasión en el mes), hubo una abrupta disminución en el poder de compra de las remuneraciones.

Las elecciones presidenciales de mayo dieron la victoria al que hasta entonces era el principal partido de oposición. La transmisión del mando estaba prevista para fines de año; finalmente, se acordó que tuviera lugar en julio. Las negociaciones asociadas con la transición política crearon un factor adicional de incertidumbre. Sin embargo, es probable que la percepción de que las autoridades entrantes estaban preparando un plan de estabilización, con el apoyo de un conjunto de grandes empresas, haya atenuado las previsiones inflacionarias y contribuido a evitar un colapso de la moneda. Los fuertes aumentos de precios de finales de ese mes y principios de julio parecen haber respondido en parte a una remarcación directa anticipada -ante la perspectiva de que se impusieran controles de algún tipo- y no habrían sido un indicador de expectativas de una aceleración ulterior. De todos modos, esos aumentos produjeron una nueva, e intensa, caída en los salarios reales y contrajeron aún más el valor de los activos financieros.

El programa lanzado en julio por el nuevo gobierno tuvo dos características distintivas: la participación de un grupo empresario en su diseño y ejecución, y el énfasis puesto en el anuncio de que se introducirían reformas de peso en el funcionamiento del sector público.

Una ley de emergencia económica, en particular, determinó la suspensión de los subsidios de promoción industrial. Otra ley, llamada de reforma del Estado, definió mecanismos para la privatización de empresas públicas (que, en la primera etapa, incluiría a la compañía telefónica) y la concesión de servicios. La reforma tributaria tuvo una discusión más larga: luego de algún tiempo se aprobó un régimen basado en la generalización del impuesto al valor agregado y un impuesto a las ganancias más simple y con tasas más bajas que en el sistema anterior.

En lo inmediato, el programa se inició con un fuerte ajuste en el tipo de cambio oficial y las tarifas públicas; estas variables quedarían después congeladas. Los precios industriales estarían regulados por un acuerdo entre el gobierno y las empresas más grandes; los salarios en el sector privado seguirían definiéndose a través de convenciones colectivas, aunque se anunciaron pautas indicativas. Desde el punto de vista fiscal, las autoridades contaban con los mayores ingresos de las empresas públicas (resultantes del aumento de tarifas), los recursos derivados de los derechos de exportación (que ya habían sido incrementados por el gobierno anterior) y la reversión del efecto de rezago tributario, manteniendo bajos los salarios y las inversiones. Es decir, el esquema de desinflación se basaba en el anclaje de un conjunto de variables nominales (de modo más o menos estricto, según el caso) y en una reducción a corto plazo del déficit público, con el anuncio de que ello sería reforzado con medidas de carácter más permanente. El programa no incluyó acciones particulares sobre los contratos financieros, aunque se consolidó una parte de la deuda interna (con una postergación de vencimientos).

El anuncio del plan produjo una rápida descompresión del mercado de divisas -la brecha entre el tipo de cambio paralelo y el

oficial cayó a valores reducidos- y una brusca disminución en la tasa nominal de interés; esto revelaba que había habido un efecto sobre las expectativas. Sin embargo, hubo una abrupta alza de precios, como respuesta al aumento de costos y presumiblemente también a la formación de márgenes preventivos. Como consecuencia, la configuración del conjunto inicial de precios relativos era tal que el tipo de cambio real era comparativamente alto (aunque mucho menor que en los máximos del segundo trimestre), las tarifas públicas se habían recuperado, pero no eran inusualmente elevadas, los precios industriales estaban netamente adelantados y, por contraste, los salarios reales mostraban valores muy bajos, aun teniendo en cuenta los ajustes concedidos en julio y el efecto de la desaceleración inflacionaria que sucedió al primer impacto.

De hecho, la velocidad de crecimiento del IPC se moderó visiblemente, hasta alcanzar mínimos cercanos al 6% mensual en octubre y noviembre. Sin embargo, aunque los precios industriales se movieron lentamente, hubo deslizamientos significativos en los precios de los bienes agrícolas y los servicios. La inflación residual, mucho más baja que en el pasado reciente, pero todavía apreciable, fue deteriorando el valor real de las variables de anclaje y, con el tiempo, contribuyó a hacer crecer las dudas sobre la estabilidad cambiaria. En los aumentos de ese período es probable que haya influido el ajuste de algunos precios que habían quedado rezagados, pero también actuaron efectos de indexación (que ahora comenzaban a operar nuevamente) y una evolución de la demanda que no implicó un freno a las alzas.

La situación fiscal mejoró por efectos de los mayores ingresos, con gastos que se mantuvieron bajos. A partir de setiembre, el Tesoro generó superávit primarios. Sin embargo, aun cuando el valor de la deuda interna se había reducido, sus servicios siguieron siendo

importantes. Por otro lado, ante las ventas de divisas al Banco Central inducidas por la fijación del tipo de cambio, las autoridades enfrentaron el ya recurrente dilema entre esterilizar o no los flujos de reservas. Aunque en un principio el Banco Central permitió la monetización del superávit cambiario, para estimular la baja de la tasa de interés, más adelante se buscó contener la expansión de la oferta de dinero a través de la colocación de títulos en los bancos. Esto, unido al devengamiento de intereses, hizo crecer nuevamente el valor real de la deuda interna. Al mismo tiempo, la cantidad de moneda aumentó rápidamente; la mayor liquidez fue absorbida en parte por una recomposición de los saldos reales, pero también permitió un ascenso en el gasto agregado.

La abrupta caída de la inflación normalizó la oferta de bienes; también se observó alguna reanimación del crédito. Así, la actividad se recuperó levemente. En agosto y setiembre, se acentuó la caída en la tasa nominal de interés, mientras que la demanda de divisas se mantuvo baja, tanto en el mercado oficial como en el paralelo.

Sin embargo, la incipiente desinflación no tenía bases sólidas. Una cuestión se refería a la consistencia del conjunto de precios relativos, particularmente la relación entre salarios y márgenes industriales. Los ajustes iniciales de remuneraciones habían cubierto un trimestre; pasado ese lapso debían reunirse nuevamente las convenciones colectivas. Pronto se hizo claro que las demandas de aumentos superaban en mucho las pautas sugeridas por el gobierno; parecía improbable que las empresas absorbieran los mayores gastos salariales sin efectos sobre los precios. El principal problema, de todos modos, se planteaba en el área fiscal y monetaria. El ajuste de las cuentas del Tesoro era precario; mientras tanto, el déficit cuasi fiscal mostraba valores crecientes. La tasa de interés, aunque más baja, no

se correspondía con el mantenimiento de un tipo de cambio fijo y, mientras tanto, la masa de recursos líquidos capaces de dirigirse al mercado de moneda extranjera iba en aumento. Con el tiempo, los participantes en los mercados financieros empezaron a mostrar inquietud sobre la posibilidad de que se repitiera el ciclo en el que un período de tranquilidad cambiaria con altos rendimientos de los activos internos era seguido por un brusco corrimiento de cartera hacia las divisas. Es probable también que las críticas de algunos grupos empresarios a ciertos aspectos de la política económica (especialmente la reforma tributaria) hayan influido sobre las expectativas.

En octubre y, con más intensidad, en noviembre, volvieron a aparecer presiones en el mercado de cambios: aumentó la brecha entre la cotización paralela y la oficial, y se frenaron las ventas de divisas al Banco Central. Los intentos de revertir la tendencia endureciendo la política monetaria no fueron efectivos. La observación de tasas de interés en alza con una sostenida demanda de divisas reforzaba las expectativas de devaluación. Rápidamente se generó un proceso acumulativo en el que la huída de los activos internos se autorreforzaba; en esas condiciones, se diluían los anuncios de que la política permanecería inalterada y de que pronto se percibirían los efectos de las reformas en la operación del sector público. A principios de diciembre, parecía claro que el congelamiento del tipo de cambio no resultaba sostenible.

La ruptura del programa mostró que la experiencia de mediados de año había dejado rastros marcados en los comportamientos: en pocas semanas, la economía transitó de una inflación de un dígito mensual a una hiperinflación. Ante la imposibilidad de mantener las pautas definidas previamente, el gobierno decidió una devaluación y un aumento de tarifas. Estas medidas no fueron interpretadas como

ajustes de una sola vez, sino como un salto a un nuevo y mucho más alto escalón inflacionario. Por otro lado, el anuncio de una reprogramación unilateral de los vencimientos de los títulos públicos agregó un elemento adicional de desconfianza, y aceleró el corrimiento hacia las divisas. En menos de una semana, la brecha cambiaria había vuelto a ser tan alta como antes de la devaluación, mientras que los precios mostraban un acentuado aumento.

El 18 de diciembre, un nuevo equipo económico anunció una completa liberalización del mercado cambiario (en el que el precio de las divisas sería flotante) y la eliminación de los controles de precios. Por algunos días, la depreciación cambiaria se frenó. Sin embargo, los precios se elevaron rápidamente. Esto, a su vez, acentuaba el efecto de rezago tributario y, dado que las tarifas no se habían modificado, deterioraba la situación fiscal, en un momento en que el que la capacidad de gestión de la política económica estaba puesta en duda: los anuncios de que el Banco Central cortarían la expansión monetaria no eran capaces de modificar las expectativas desfavorables.

La brusca elevación del tipo de cambio en la última semana del año abría la posibilidad de que se estuviera en un sendero divergente. La inflación misma aceleraba la fuga del dinero y hacía crecer la tasa de interés nominal. Al aumentar fuertemente la tasa de interés sobre los encajes bancarios remunerados se agravaban las dificultades financieras del gobierno; esto hacía más probable que las autoridades tomaran alguna medida que afectara a los depósitos. A su vez, el riesgo percibido en mantener fondos en los bancos inducía a demandar moneda extranjera y a exigir una tasa más alta sobre los activos internos; pero, a mayor rendimiento, más incierta era la recuperación de los depósitos, dado que el gobierno podía verse llevado a un estado de emergencia tal que lo indujera a no atender los pagos

comprometidos. Se conformaba así un mecanismo potencialmente explosivo: de hecho, el público demandaba el rescate de la deuda interna (i.e. los pasivos remunerados del Banco Central), lo que podía conducir a una masiva corrida hacia las divisas.

La gran incertidumbre y la volatilidad del tipo de cambio indujeron a muchas firmas a dolarizar sus precios; la práctica se difundió con rapidez. Esto removía la inercia residual de los precios y, además, hacía menos previsible el poder de compra de la moneda nacional, lo que empujaba hacia abajo la demanda de dinero. De todos modos, la dolarización no fue un proceso completo ni coordinado: más bien (como ya había sucedido en el episodio anterior), se observó un gran desorden en los precios. Por otro lado, nuevamente, la dificultad en formar expectativas aun sobre plazos muy cortos dio lugar a una visible retracción de la oferta de bienes.

A fines de año, por lo tanto, existían otra vez condiciones hiperinflacionarias, que se manifestaban en una rápida huida de los activos internos, una marcada inestabilidad de precios y una desorganización de las transacciones. El sector público enfrentaba un cierre de sus fuentes de financiamiento, que lo ponía en un estado equivalente, en la práctica, al de una quiebra. Resultaba claro que se requerían acciones urgentes para evitar una crisis financiera aun más aguda y para normalizar los intercambios.

La extrema inestabilidad que marcó la evolución económica en 1989 obedeció a factores circunstanciales, pero también a la acumulación de desequilibrios muy arraigados y que se venían manifestando desde tiempo atrás. Por otra parte, es probable que la experiencia de la hiperinflación dejara residuos que seguirían influyendo sobre los comportamientos de formación de precios y tenencias de activos. Esta memoria incorporada en las conductas

restringía las opciones de política económica y, en especial, la capacidad de monetizar déficit fiscales con tasas tolerables de inflación. Al mismo tiempo, los costos de la volatilidad macroeconómica se habían mostrado con crudeza, de un modo que dejaba pocas dudas sobre la necesidad de estabilizar. Además, se había hecho claro que el funcionamiento de la economía en general, y del sector público en particular, tenía fallas considerables. Esto creaba una perceptible demanda por reformas. Al margen de la apremiante situación de corto plazo, los principales debates se referían al contenido preciso de esas reformas, su secuencia de ejecución, y la distribución de sus beneficios y costos.

II. La Evolución de la Actividad Económica

1. Las tendencias en la oferta y la demanda globales

El PBI se redujo nuevamente en 1989: la caída del 4.8% implicó que el valor del producto fuera el más bajo desde la profunda recesión de 1982. Dada la contracción de las importaciones (-15%), la provisión total de bienes y servicios se redujo en cerca del 6% (véase el Cuadro 2). Desde el punto de vista de la demanda, se destacó la fuerte disminución de las inversiones, cuyo nivel fue el más bajo de las últimas dos décadas. El consumo se retrajo en cerca del 5%. Por su parte, el volumen de las exportaciones de bienes y servicios crecieron en alrededor del 3.5%; como consecuencia, el saldo físico del comercio exterior fue extremadamente elevado, ya que superó el 11% del PBI.

La actividad económica se desarrolló en circunstancias muy particulares, en especial durante la hiperinflación de mediados del período y el rebrote de finales de año. La marcada volatilidad de los precios y las condiciones de incertidumbre no solo contribuyeron a deprimir la inversión, sino que también influyeron sobre decisiones con un horizonte más corto: en esos episodios se notó una visible retracción de la oferta de bienes, que en ciertos casos llegó a una negativa de efectuar ventas. A su vez, la aplicación de elevados márgenes preventivos en la comercialización de artículos fue un factor

en la caída de los salarios reales. Esto afectó al consumo, junto con la restricción del crédito. Como en experiencias anteriores, la desaceleración de los precios inducida por el programa que se anunció en julio moderó las tendencias recesivas. Hubo una leve reacción del gasto, mientras que el restablecimiento de los mecanismos de intercambio y la reaparición del crédito comercial llevaron a una normalización de la oferta. Sin embargo, estos efectos no llegaron a configurar una recuperación definida y fueron de corta duración: el quiebre del programa de estabilización implicó nuevas perturbaciones para la producción y los intercambios.

Al margen de los movimientos coyunturales, en 1989 se reforzaron algunas tendencias que han sido marcadas en los últimos años. Una de ellas es el cambio en la composición de la demanda agregada. A lo largo de la década, la inversión ha disminuido persistentemente, mientras que, con algunos altibajos, las exportaciones fueron el único componente del gasto que registró un crecimiento. Así, en 1989, la participación de las exportaciones en el PBI fue más que el doble que aquella de la formación de capital, cuando en 1980 la relación era la inversa (véase nuevamente el Cuadro 2). Si bien las ventas al exterior y la inversión suelen moverse de modo opuesto en el ciclo, este comportamiento a lo largo de un período bastante largo es revelador de las características que ha tenido el proceso de ajuste en la Argentina: la generación de excedentes en el comercio ha tenido como contrapartida un ritmo mucho menor de acumulación. Dentro de este panorama, las exportaciones industriales no tradicionales han mostrado un dinamismo que contrasta con la declinación de la actividad en su conjunto (y del sector manufacturero como un todo): el volumen físico de estas exportaciones se multiplicó más de dos veces desde 1980, con una nítida aceleración en la segunda parte de la década. Esta evolución

sugiere que, ante la menor capacidad de absorción del mercado un grupo significativo de firmas (especialmente en las ramas de bienes intermedios de uso difundido) se han reorientado en forma más o menos sostenida hacia el exterior.

2. La evolución de los principales sectores

El producto registró una disminución generalizada; ésta fue intensa en aquellos sectores que suelen fluctuar elásticamente con las variaciones en el gasto interno, como la construcción y la industria manufacturera (véase el Cuadro 3). En la evolución de este último sector, cuya contracción dio cuenta de más del 30% de la caída del agregado, influyó no solo el menor nivel de la demanda doméstica, sino también la incertidumbre originada por la altísima inflación, que en algunos momentos restringió la oferta; sin embargo, el aumento en las exportaciones moderó la retracción de algunas ramas industriales. El producto agropecuario se redujo en cerca del 2%, en especial debido a las condiciones climáticas desfavorables que afectaron la cosecha de granos. Como consecuencia de estos comportamientos, junto con el leve crecimiento del producto de la minería, el valor agregado en la producción de bienes declinó en cerca de un 7% (véase nuevamente el Cuadro 3).

En 1989, la recesión alcanzó también a los sectores de servicios. Como única excepción aumentó el producto de los servicios comunales, sociales y personales, que no suele tener un comportamiento cíclico bien definido. En cambio, se registró una significativa caída en el producto del comercio y los transportes, mientras que la generación de electricidad se redujo; en la primera parte del año, hubo graves problemas en la oferta de energía, que llevaron a imponer restricciones

al consumo.

2.1. El sector agropecuario

El producto agropecuario se redujo en un 2% (véase el Cuadro 4). La evolución del sector agrícola estuvo influida por una fuerte sequía en la región pampeana, que afectó a las siembras durante el invierno y la primavera de 1988 y al desarrollo de los cultivos sembrados. La cosecha de granos en la campaña 1988/89 fue de solo 27 millones de toneladas (la más pobre de la década y un 30% inferior al promedio del último quinquenio), como resultado de la reducción en el área sembrada y en los rendimientos. Si bien la caída fue generalizada, ella resultó más significativa para los cereales que para los oleaginosos. Así, la producción de maíz y sorgo se redujo a menos de la mitad de lo obtenido en la campaña anterior; en cambio, la cosecha de trigo mostró una reducción más moderada (véase el Cuadro 5). Por su parte, la menor oferta de girasol y soja obedeció a una merma en los rendimientos, dado que el área cultivada se incrementó.

Durante el segundo semestre de 1989 se observó una recuperación de la actividad agrícola, que se puso de manifiesto en una alza de la superficie sembrada con granos: esta alcanzó unos 21.3 millones de hectáreas lo cual, si bien no significó recuperar los valores promedios del quinquenio, representó un neto aumento con respecto a la campaña anterior y un quiebre de la tendencia declinante iniciada en el año agrícola 1984/85. Esto estuvo vinculado con la mayor rentabilidad esperada de los cultivos. En la primera mitad del año, cuando se comercializa el grueso de la cosecha, los precios de los granos crecieron a mayor ritmo que la inflación y que los precios de

importantes insumos como los combustibles y la mano de obra. La relación de precios no fue tan favorable al sector en el período de siembra de la campaña 1989/90; sin embargo, los anuncios de que se reducirían los derechos de exportación y las expectativas generadas por la política económica, junto con una posición financiera saneada en buena parte de las empresas, alentaron la mencionada recuperación. Como consecuencia, aumentó la superficie destinada a trigo, girasol y soja, lo que más que compensó la reducción en el maíz. Por otro lado, las mejores condiciones climáticas llevarían a estimar una generalizada alza en los rendimientos y en la producción: la cosecha total de granos oscilaría en alrededor de los 35 millones de toneladas (véase nuevamente el Cuadro 5).

En cuanto a la actividad pecuaria, las existencias de ganado vacuno se redujeron por quinto año consecutivo (véase el Cuadro 6). Sin embargo, la cantidad de animales faenados aumentó en alrededor de un 7% en el año calendario 1989, al incrementarse la tasa de extracción. Asimismo, se elevó el porcentaje de hembras en la faena total. Por otro lado, hubo un menor rendimiento en peso por animal sacrificado; de cualquier modo, creció la oferta de carne, lo que dio lugar a un aumento de las exportaciones y (en menor medida) en el consumo interno. Los precios del ganado subieron en relación a los de los bienes industriales en la primera parte del año; la caída posterior implicó que, en el promedio, los precios reales fueran similares a los de 1988.

2.2. *La minería*

La minería fue el único de los sectores productores de bienes cuyo valor agregado se incrementó en 1989. La producción de petróleo

se elevó en cerca de un 2% (véase el Cuadro 7), como consecuencia de la mayor actividad tanto en la compañía estatal como por parte de los contratistas y de empresas privadas. La caída en la demanda interna hizo que se generaran mayores saldos exportables: las ventas al exterior de petróleo crudo aumentaron casi un 50% en volumen y (dada el alza de precios) en alrededor de un 100% en valor.

La política petrolera estuvo orientada a promover la participación de empresas privadas en la explotación del recurso. Así, en la primera parte del año se realizaron contratos para la exploración y perforación en áreas secundarias o de riesgo, en el marco del denominado Plan Houston; más tarde, se ofrecieron en concesión otras áreas y se anunció que se incorporaría al sector privado en la explotación de yacimientos centrales. Por otro lado, se adoptaron medidas de desregulación del sector: está prevista una liberación gradual de los precios de los hidrocarburos así como la libre asignación del crudo extraído a partir de fines de 1990.

Durante el año se incorporó a la producción un importante yacimiento en la provincia de Salta y se observó un importante aumento en la cantidad de petróleo obtenida en Tierra del Fuego. Asimismo, se continuó con la exploración de la plataforma marina en el extremo sur.

2.3. El sector manufacturero

El producto manufacturero declinó por tercer año consecutivo, en alrededor de un 8%. De esta forma, la recesión industrial alcanzó una duración e intensidad comparables con las de la profunda contracción de principios de la década.

La caída no fue un proceso continuo, ni atribuible a una única

perturbación. En 1989 la actividad industrial se desarrolló con altibajos, en consonancia con la marcada inestabilidad de la evolución económica. A comienzos del año la demanda interna de productos manufacturados mostró una cierta reanimación: el salario real se mantenía aún en valores normales y, al acelerarse la inflación, se redujo en un principio la tasa real de interés (al menos ex-post); asimismo, el alza en el tipo de cambio real a partir de febrero parece haber estimulado inicialmente la demanda de bienes durables por parte de sectores con tenencias de moneda extranjera. Sin embargo, la hiperinflación estuvo asociada con una fuerte disminución del producto industrial. La manifiesta incertidumbre acerca de los precios de reposición indujo una elevación de los márgenes, lo que de por sí tendía a deprimir las ventas; además, el crédito a los consumidores y entre empresas se contrajo bruscamente y, en general, hubo visibles dificultades en la comercialización de los bienes. Al atenuarse las variaciones de precios a partir de julio, se normalizó la oferta y la demanda interna mostró una recuperación. Ello se reflejó en el producto, aunque éste se mantuvo por debajo de los valores de principios del período. Por otro lado, el brote inflacionario de diciembre provocó una nueva retracción en las ventas.

La evolución de las ramas industriales durante el año fue heterogénea (véase el Cuadro 8). Las diferencias de comportamiento estuvieron asociadas no solo con la sensibilidad de las distintas actividades a los cambios cíclicos, sino también con el acceso de los diversos sectores a los mercados externos. Así, algunas industrias consiguieron en los últimos años ampliar sus exportaciones y cortar el estrecho vínculo que existía típicamente entre sus niveles de producción y las fluctuaciones de la demanda interna. Esto se hizo manifiesto en ciertos sectores que producen bienes intermedios

estandarizados, como la siderurgia: el aumento en la producción de acero, y la muy leve merma en la producción de laminados en 1989 contrastaron con la significativa reducción en las ventas locales. Las exportaciones contribuyeron también a sostener la actividad de las ramas de alimentos y textiles, pese a la caída en los salarios reales. En cambio, hubo una abrupta contracción en las industrias productoras de maquinarias y bienes de consumo durables y en aquéllas ligadas a la construcción.

2.4. El sector de la construcción

La construcción volvió a contraerse fuertemente; con ello, se acumuló una caída de cerca del 40% en dos años. La actividad en las obras residenciales enfrentó un agravamiento de las dificultades que la han venido afectando y que se asocian con una reducida demanda, por la caída en el poder de compra y el escaso o nulo crédito ofrecido en la comercialización. El volumen de la construcción pública se redujo a menos de la mitad que dos años atrás; ante la crisis financiera del gobierno, las obras se concentraron en la ejecución, a ritmo a menudo más lento, de proyectos ya iniciados.

2.5. El sector de la electricidad

La producción de energía eléctrica se redujo en cerca de un 4%, debido a la caída en la demanda y a serias dificultades en la generación en la primera parte del año.

La crisis energética, que se extendió a los primeros meses de 1989, se originó en la escasez de lluvias, que afectó la producción de hidroelectricidad y en problemas en el mantenimiento de instalaciones

y equipos. Esto hizo imposible satisfacer la demanda, por lo que se mantuvo un programa de cortes de suministro y otras restricciones al consumo. A efectos de paliar la escasez de energía, se incorporaron nuevas turbinas para la generación térmica y se aceleraron las actividades para recuperar generadores de turbo-gas. Por otra parte, con el tiempo fueron mejorando las condiciones pluviales, lo que favoreció la recuperación de la oferta de las centrales hidráulicas, especialmente la de Salto Grande. Así, hacia mediados del año, la generación volvió a ser suficiente para abastecer a una mermada demanda.

Durante el año avanzó sostenidamente la obra de la represa de Piedra del Aguila, que entraría en operación a fines de 1990; asimismo, se puso en marcha, en forma parcial, la usina térmica de Piedrabuena, en el sur de la Provincia de Buenos Aires. En cambio, hubo algunas demoras en la ejecución del proyecto hidroeléctrico de Yaciretá.

III. El Sector Externo

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

El comportamiento del balance de pagos en 1989 tuvo características especiales: pese a que el saldo comercial fue excepcionalmente grande, las reservas oficiales tuvieron una apreciable disminución. Esto obedeció a la evolución de la cuenta capital, que mostró un resultado negativo, por única vez en la década, aun cuando hubo un fuerte incremento en los atrasos en los pagos externos: el financiamiento a través de este expediente no alcanzó a compensar la masiva fuga de capitales privados. El corrimiento de cartera hacia los activos externos fue muy intenso en el primer semestre y se reflejó no sólo en una pérdida de reservas sino también en una gran depreciación real. Luego de anunciado el programa de julio, se revirtió el flujo de capitales; sin embargo, el quiebre de ese programa hacia fines de año estuvo asociado con una nueva y rápida salida de fondos.

El superávit de la cuenta de mercancías en el año en su conjunto alcanzó los 5300 millones de dólares, el valor más alto que se haya registrado. Las exportaciones crecieron de nuevo, aunque en forma leve; por su parte, las importaciones disminuyeron bruscamente. El déficit de servicios financieros creció a cerca de 6000 millones de dólares; la evolución futura de esta cuenta estará afectada por el

aumento de la tasa internacional de interés y por las cargas que implica la existencia de grandes atrasos en los servicios de la deuda. El desequilibrio en cuenta corriente fue de alrededor de 1000 millones de dólares, es decir el menor de la década si se exceptúa la cifra de 1985. Este déficit en cuenta corriente fue financiado exclusivamente a través de la disminución de las reservas, que además cubrió la salida neta de capitales por alrededor de 800 millones de dólares.

Durante todo el año se mantuvo la moratoria de hecho sobre los pagos de la deuda financiera con la banca privada. Las negociaciones con los organismos multilaterales se desarrollaron con dificultades. De hecho, el anuncio del Banco Mundial a principios de año de que suspendería el desembolso de préstamos acordados, debido al incumplimiento de las metas establecidas, contribuyó a reforzar la crisis cambiaria que puso fin al "Plan Primavera". Por su parte, las conversaciones con el FMI estuvieron trabadas durante el primer semestre, debido, en especial, a los desvíos de la gestión fiscal y a la transición política. A partir de julio, las nuevas autoridades gestionaron un acuerdo con el FMI, que se concretó en noviembre. Este acuerdo dio lugar a un desembolso de 230 millones de dólares, y facilitó un arreglo con el Club de París para la refinanciación de atrasos y de vencimientos próximos. Sin embargo, las pautas del programa negociado con el FMI fueron desbordadas en la última parte del año.

2. La política cambiaria

La evolución del mercado de cambios en la Argentina ha sido tradicionalmente volátil, pero no hasta el punto al que se llegó en 1989. El comportamiento de la oferta y la demanda de divisas fue

extremadamente variable, y dio lugar a amplísimas fluctuaciones en el balance de pagos y, especialmente, en los tipos reales de cambio (véase el Cuadro 11). Ello respondió en gran medida a los vaivenes de los movimientos financieros.

Durante el primer semestre del año se mantuvo una fuerte presión en el mercado, como reflejo de un abrupto aumento en la demanda de activos externos. Esta presión desbordó a la política económica y, particularmente, a la administración cambiaria. Las autoridades no encontraron una solución al dilema que se presentó recurrentemente, entre admitir una pérdida ulterior de las (escasas) reservas, por un lado y, por otro, aceptar una rápida devaluación real, con los conocidos efectos sobre los precios internos y los salarios reales. Al margen de las intensas discusiones sobre los costos y beneficios probables del control de cambios y sobre la conveniencia de que el precio de las divisas fuera flotante o regulado por el Banco Central, se hizo claro que, en circunstancias como las de la economía argentina en la primera parte de 1989, resultaba muy difícil en la práctica segmentar los mercados de cambios (i.e., la evolución de los flujos financieros afectaba rápidamente a las operaciones comerciales, aun cuando formalmente los mercados estuvieran diferenciados) y que la aplicación de reservas para contener los precios podía dar lugar a una especulación contraria, que hacía inefectiva a una política que los operadores percibían como precaria. Así, se fueron sucediendo modificaciones en el esquema cambiario sin que la crisis se superara.

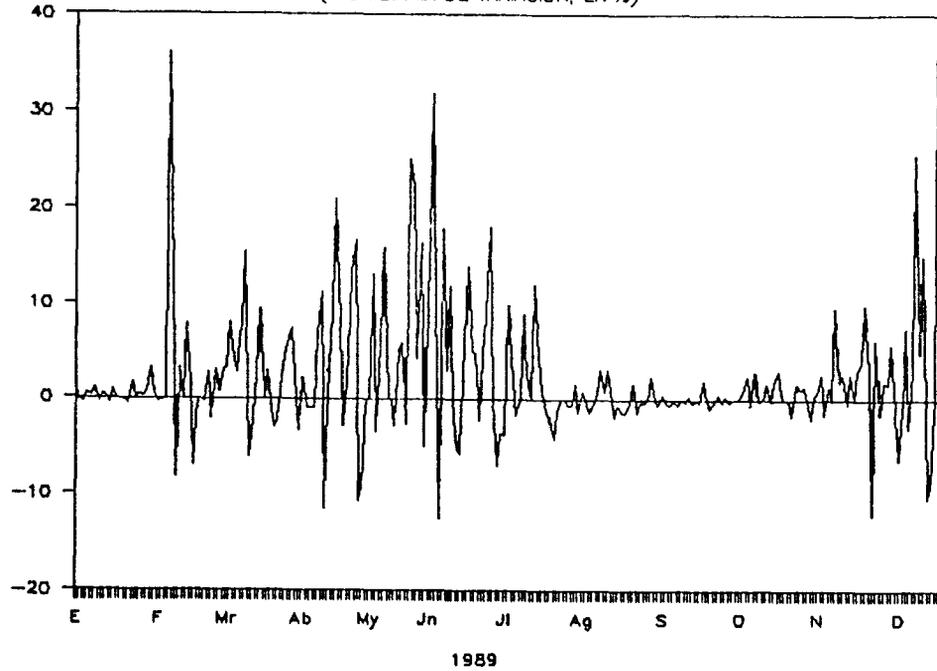
Al comenzar el año, existía un doble mercado de cambios. El tipo comercial, administrado directamente por el Banco Central, se aplicaba a las exportaciones agropecuarias y al 50% de las exportaciones industriales. En el mercado libre, de flotación sucia, se liquidaban las operaciones financieras (para las cuales no había grandes

restricciones), las importaciones y la mitad de las divisas provenientes de las exportaciones no tradicionales. El sistema establecía un derecho de exportación implícito (dado por el diferencial cambiario) y estaba diseñado para que el Banco Central empleara el superávit en el mercado comercial (donde el sector público era el único demandante) para alimentar de divisas al mercado libre, y regular la cotización. En un principio, había habido una abundante oferta de divisas en el mercado libre, que hizo que la brecha entre los dos tipos de cambio se mantuviera en el rango del 20-25% (que las autoridades habían establecido como meta) sin requerir una intervención en gran escala; como consecuencia, el Banco Central acumuló reservas. Esta situación se revirtió rápidamente en los primeros meses de 1989.

El episodio de principios de 1989 repitió, con mayor amplitud, una secuencia que ya se había observado antes, y que volvió a reproducirse más adelante en el año. La sobreoferta inicial de divisas se basaba en expectativas de muy corto plazo, y estaba inducida por la previsión de altos rendimientos de los activos internos en términos de moneda extranjera. La acumulación de intereses (cuyo pago, en última instancia, recaía en buena parte en el Banco Central) aumentaba el volumen de esos activos lo que, de por sí, hacía crecer la demanda potencial de cambio. Además, aunque a fines de 1988 el tipo de cambio real no era extremadamente bajo en una comparación histórica (y el saldo comercial seguía teniendo un valor considerable), el precio real del dólar registraba una tendencia declinante a partir de un nivel que tampoco era alto: esto fue generando rápidamente la percepción de un atraso difícilmente sostenible. Era probable que la transición política indujera una fuerte demanda precautoria de divisas, que podía adelantarse ante expectativas desfavorables.

GRAFICO 1

TIPO DE CAMBIO LIBRE O PARALELO
(TASA DIARIA DE VARIACION, EN %)



Si bien el Banco Central había aumentado sus reservas líquidas, una proporción apreciable de los ingresos de fondos en la última parte de 1988 había representado una liquidación anticipada de futuros ingresos de exportación; es decir que el abastecimiento de divisas al mercado en los meses siguientes era incierto. Al estar trabada la negociación con los acreedores externos, además, la capacidad de intervención del Banco Central era materia de dudas. Por otro lado, las reservas eran vulnerables ante un posible retiro de depósitos en moneda extranjera de residentes (que tenían un encaje del 100%), lo que podía ocurrir ante un movimiento de desconfianza.

La debilidad del esquema cambiario se hizo manifiesta en enero y la primera semana de febrero, cuando la demanda de divisas creció en forma acelerada (pese a las altas tasas de interés); las ventas del Banco Central, en lugar de calmar el mercado, parecen haber acentuado la presión. Tampoco tuvo mayor efecto el anuncio de que los tipos de cambio se irían unificando gradualmente a partir de marzo, con el traspaso de proporciones crecientes de las exportaciones al mercado libre. El 6 de febrero, el gobierno decidió flotar el tipo de cambio libre; al mismo tiempo, con el fin de evitar un impacto súbito en los precios, se creó un tercer mercado ("especial"), con un tipo de cambio regulado, para la liquidación de las importaciones y del 50% de las exportaciones industriales.

Estas medidas no cumplieron su objetivo. El tipo de cambio libre creció fuertemente al retirarse el Banco Central; la percepción de que había ocurrido una modificación del régimen de política (que desmentía anuncios previos) reforzaba la demanda. Además, rápidamente aparecieron reclamos por parte de los exportadores de que la unificación cambiaria se acelerara y, en el límite, se produjera de inmediato. Por supuesto, las expectativas de devaluación frenaban

las ventas de divisas al Banco Central. Estas expectativas se veían alentadas por las versiones de unificación y por el crecimiento de la brecha cambiaria, a pesar de la emisión de letras ajustables por el precio del dólar. Así, continuó la pérdida de reservas, mientras que el tipo de cambio libre aumentaba con rapidez: a fines de marzo, el diferencial con el tipo de cambio comercial superó el 200%.

En abril y mayo, la fuga hacia los activos externos se hizo aun más rápida: los agentes privados pujaban por adquirir moneda extranjera a precios que no guardaban relación con la experiencia previa y que fluctuaban ampliamente día a día, sobre una tendencia fuertemente alcista (véase el Cuadro 12). Así, el tipo de cambio real en el mercado libre fue en mayo un 90% más alto que en febrero, y 150% mayor que cinco meses atrás. Esto empujaba hacia arriba al tipo de cambio para las operaciones comerciales, que creció, en términos reales, un 120% entre diciembre de 1988 y mayo de 1989. El Banco Central se veía forzado a devaluar cada vez más rápidamente, en un proceso desordenado que implicó modificaciones apreciables en el régimen cambiario-a intervalos de pocos días.

Desde el 5 de abril, luego de un cambio en el equipo económico (inducido en parte por la crisis de pagos externos y por difundidos reclamos de unificar los mercados), las exportaciones pasaron a liquidarse al promedio de las cotizaciones oficial (antes, comercial) y libre; al mismo tiempo, se eliminó el mercado "especial" abierto en febrero. El esquema fue de corta duración: dos semanas más tarde, se unificaron formalmente los tipos de cambio, aunque se anunció un sistema de derechos móviles de exportación que, en los hechos, creaba un tipo de cambio administrado para esas operaciones. La brecha entre el precio del dólar efectivamente percibido por los exportadores y el del mercado libre siguió siendo muy alta, y se mantuvo un gran

exceso de demanda de divisas. A principios de mayo, todas las transacciones comerciales fueron transferidas al mercado libre; al mismo tiempo se establecieron derechos de exportación fijos. La unificación con tipo de cambio flotante no atenuó el ritmo de la depreciación: en tres semanas el tipo de cambio aumentó un 120%. En respuesta, las autoridades declararon un feriado cambiario que duró una semana. El 30 de mayo se volvió a un esquema de control de cambios; las transacciones autorizadas se efectuarían a un precio regulado por el Banco Central. Durante junio, la devaluación en el mercado oficial mantuvo la brecha cambiaria cerca del 90%. Aunque el precio nominal de las divisas siguió creciendo con gran rapidez, hubo una cierta descompresión en la demanda, posiblemente por expectativas sobre el programa del nuevo gobierno: el tipo real de cambio se redujo (en el mercado oficial y, a partir de finales del mes, también en el paralelo), a partir de los muy altos valores que había alcanzado.

Las nuevas autoridades mantuvieron el sistema cambiario recientemente establecido y el nivel vigente de derechos de exportación; el 10 de julio, el precio del dólar en el mercado oficial se fijó en 655 australes (150% por encima de la cotización de fines del mes anterior), para quedar luego congelado por un tiempo indefinido.

El programa que se anunció en julio provocó inicialmente un abrupto quiebre en el mercado: el Banco Central aumentó sus reservas, pese a que el tipo real de cambio había disminuído, y la brecha cambiaria bajó hasta casi anularse en agosto y setiembre. Es decir, hubo una sobreoferta de divisas a precios reales más bajos. Estas condiciones, sin embargo, no duraron mucho. En octubre, el tipo de cambio paralelo volvió a crecer, mientras que se reducían las ventas de divisas al Banco Central. Rápidamente se configuró otra crisis

cambiaría, no obstante el endurecimiento de la política monetaria y el anuncio de que se dispondrían nuevas medidas fiscales. La oferta de letras dolarizadas por el Banco Central a mediados de noviembre dio, paradójicamente, más impulso a la demanda de divisas, dado que fue interpretada como una maniobra de última instancia.

La creciente brecha hacía prever una devaluación, que las autoridades no tenían instrumentos para evitar. Finalmente, ésta se produjo el 11 de diciembre, cuando se fijó el tipo de cambio oficial a 1010 australes. Tal decisión, que rompía el esquema de política anunciado pocos meses atrás, no moderó el clima de desconfianza: una semana después, la brecha era tan alta como antes de la devaluación. Esto precipitó el reemplazo del equipo económico; luego de éste, se eliminaron nuevamente los controles de cambio y se estableció un mercado único con cotización flotante. Tras una baja inicial (con respecto al precio anterior en el mercado paralelo), el tipo de cambio volvió a aumentar fuertemente en la última semana de diciembre (véase de nuevo el Cuadro 12); a fines de año, se asistía otra vez a una rápida huida hacia la moneda extranjera.

3. El comercio exterior

3.1. *Las exportaciones*

El valor de las exportaciones de bienes aumentó en un 4%; el nivel registrado de cerca de 9500 millones de dólares fue mayor que en cualquier año previo. El crecimiento producido en 1989 obedeció a un alza de los precios medios de alrededor de un 5.5%; el volumen disminuyó ligeramente (véase el Cuadro 13). Fue especialmente significativo el aumento de 24% en el valor de las exportaciones industriales no tradicionales, que llegaron a representar casi un 40%

del total de las ventas; el dinamismo de estas exportaciones compensó la baja en las salidas de productos de base agropecuaria (véase el Cuadro 14).

La disminución en las exportaciones primarias se debió principalmente al pobre resultado de la campaña agrícola 1988/89. El volumen de exportación de productos agrícolas cayó un 18%; esto fue compensado en parte por una mejora de alrededor del 10% en los precios. Se registró una significativa disminución en las cantidades vendidas de cereales y oleaginosos; las exportaciones de productos agrícolas regionales bajaron muy levemente. En los cereales, la excepción a la tendencia general fue el trigo, cuyas exportaciones crecieron en cerca del 20% en volumen; en cambio, las salidas de maíz y sorgo se redujeron abruptamente (véase el Cuadro 15) aunque con precios más elevados. También se observaron caídas en las cantidades vendidas de oleaginosos, en especial la soja y sus productos derivados.

Las ventas de productos pecuarios crecieron en volumen, con precios estables. La evolución de las exportaciones de carne fue positiva. Aumentaron las salidas de cortes especiales de carne enfriada; además, se reiniciaron los embarques al Reino Unido, que se habían interrumpido en 1982. El comportamiento de estas exportaciones estuvo asociado a la mayor demanda de la CEE y de los Estados Unidos, cuyo stock vacuno venía cayendo; influyeron además las medidas tomadas en el país para erradicar la aftosa. Por su parte, las ventas de lana disminuyeron; en cambio, se observó un alza en las exportaciones de productos pesqueros.

El crecimiento de las exportaciones industriales respondió en parte a la baja en la absorción interna, pero también a una mayor orientación hacia afuera de algunos sectores, continuando una tendencia que ya lleva algunos años. Hubo un aumento muy

significativo de las ventas de productos siderúrgicos, especialmente los tubos sin costura para la explotación de petróleo, la palanquilla y las chapas de acero; el destino de estas exportaciones fue bastante diversificado. También aumentaron las exportaciones de metales no ferrosos (como consecuencia de las mayores ventas de aluminio en bruto) y las de maquinarias, alimentos elaborados y productos textiles. Asimismo, hubo mayores ventas de combustibles, debido a la colocación de excedentes en el exterior.

La política dirigida a las exportaciones varió durante el año debido, por un lado, a los vaivenes de la gestión cambiaria y, por otro, a la disyuntiva entre los requerimientos fiscales y los del estímulo a la exportación. En la primera parte del año, se mantuvieron derechos de exportación nulos, excepto para unos pocos productos; sin embargo, se aplicaron tipos de cambio diferenciales que definían impuestos implícitos. En mayo, al unificarse los mercados cambiarios, se estableció una retención adicional de 30% sobre todas las exportaciones. El gobierno que se inició en julio redujo levemente los derechos; en diciembre, se anunció una pauta de reducción gradual de esos impuestos. Por otro lado, a partir de mediados de año, los reembolsos a las exportaciones no tradicionales se cancelaron a través de un bono. Asimismo, hubo cambios en los regímenes de prefinanciación, que estuvieron suspendidos en algunos períodos.

3.2. Las importaciones

El valor de las importaciones se redujo más de un 20%, a unos 4200 millones de dólares; este nivel fue el más bajo de la década, con la excepción de 1985. La baja en la actividad interna y, durante buena parte del año, el elevado precio relativo de los importables, redujeron

el volumen de las compras (-24%); los precios crecieron alrededor de un 4% (véase el Cuadro 13). La caída en las importaciones alcanzó a todos los grandes grupos de productos: bienes intermedios (-22%), equipos (-18%), combustibles (-26%) y bienes de consumo (-12%) (véase el Cuadro 16).

Entre los bienes intermedios, hubo una fuerte disminución en las compras de productos de hierro y acero; también se redujeron notablemente las importaciones de metales no ferrosos y papel. En el caso de los combustibles, se registraron caídas en las importaciones de kerosén, fuel-oil y gas-oil; en cambio, las compras de gas natural a Bolivia mantuvieron valores similares a los de años anteriores.

En términos generales, la política de importaciones estuvo dirigida a reducir gradualmente las restricciones. En setiembre, se anunció una modificación de aranceles: el impuesto máximo se redujo a un 40%; para los productos que estaban arancelados entre 40% y 14%, se fijó una tasa del 7% y para los bienes anteriormente no gravados se aplicó un impuesto del 5%. Un poco más tarde, además, se levantaron restricciones cuantitativas.

IV. Los precios, los salarios y el empleo

1. Los precios

La tasa de variación del IPC a lo largo de 1989 fue cercana al 5000%, con un promedio mensual de alrededor del 40%. Esta inflación superó holgadamente cualquier registro previo, y tiene pocos precedentes en la región. De hecho, durante el año la Argentina atravesó dos episodios de características hiperinflacionarias. La velocidad de aumento de los precios no sólo tuvo un valor medio extremadamente alto, sino también una gran variabilidad: en los primeros meses del año y en el intervalo setiembre-noviembre, el IPC creció a un ritmo inferior al 10% mensual, mientras que en julio se alcanzó un máximo de casi un 200%. Las bruscas oscilaciones en la tasa de inflación estuvieron acompañadas por visibles cambios en el régimen de formación de precios y por una gran volatilidad en los precios relativos; en algunos momentos, la incertidumbre que implicó la falta de referencias precisas para fijar y comparar precios llegó a perturbar aun a las transacciones cotidianas.

El debate sobre los orígenes de las hiperinflaciones muestra dos grandes vertientes analíticas. Una de ellas pone énfasis en una posible inconsistencia de precios relativos, especialmente cuando una presión sobre el balance de pagos fuerza a una gran depreciación real; la hipótesis más tradicional relaciona las grandes inflaciones con la

dinámica generada por la monetización de los déficits del gobierno. En la Argentina, se combinaron influencias de ambos tipos: el sector público atravesó una crisis financiera de grandes proporciones y el corrimiento de carteras hacia los activos externos provocó en ciertos momentos una muy rápida depreciación cambiaria.

El salto en el tipo de cambio a partir de febrero operó como el disparador de la aceleración inflacionaria que culminó en julio. Sin embargo, la respuesta inicial de los precios mostró una cierta inercia: todavía en marzo, el crecimiento del IPC fue del 17%, una cifra dentro de los rangos que han sido usuales en la Argentina en los años recientes. El rezago en el ajuste, de todos modos, fue de corta duración. Al acentuarse las presiones inflacionarias, se modificaron rápidamente los patrones de formación de precios. El quiebre de régimen, que desembocó en la hiperinflación, se habría producido en abril. En ese mes no solamente se duplicó la tasa de variación del IPC sino que se incrementó visiblemente la frecuencia de los aumentos y se fue abandonando la referencia a la inflación pasada. A partir de allí, y hasta julio, la tasa de inflación creció en forma prácticamente exponencial, empujada por el tipo de cambio, el aumento en la demanda nominal (que se incrementó a gran velocidad, pese a la fuerte caída en la producción) y por mecanismos endógenos al propio sistema de precios; en este período, el atraso en las tarifas públicas no puso un freno visible a las alzas de precios.

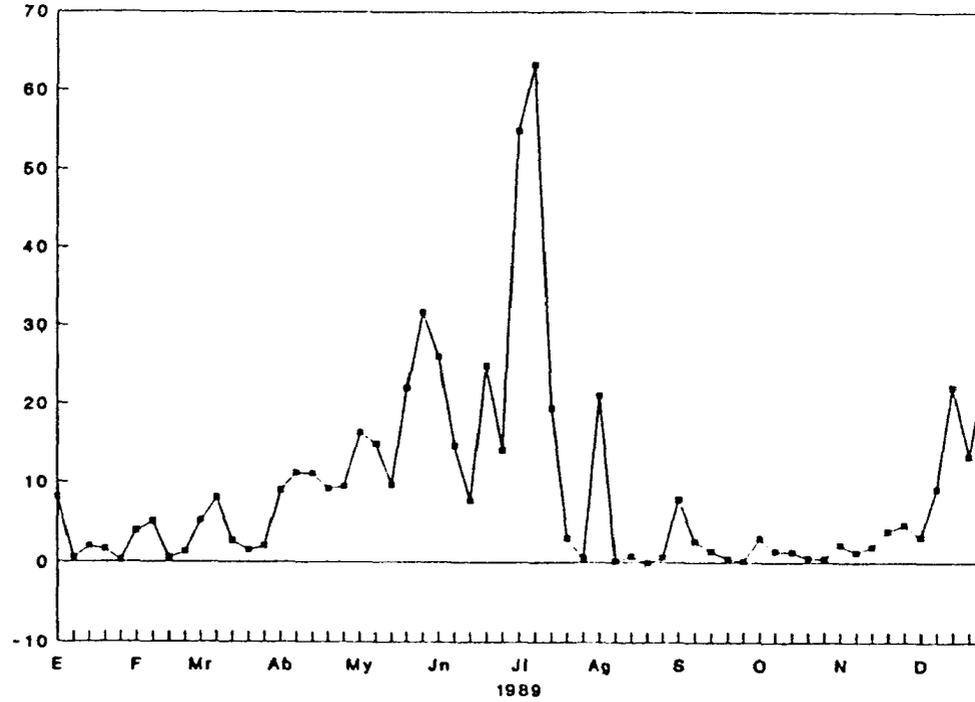
Los precios relativos mostraron movimientos significativos en el segundo trimestre. El alza en los precios de los bienes exportables (tales como los productos agropecuarios de origen pampeano) estuvo vinculada claramente con las fuertes devaluaciones. Pero también se observó un claro ascenso de los precios relativos de los bienes industriales, que probablemente estuvo vinculado no sólo a un traslado

de costos, sino que habría reflejado un comportamiento precautorio de muchas firmas ante la creciente inestabilidad: el desconocimiento acerca de los costos de reposición y, en general, de la evolución de los mercados, parece haber llevado a un aumento de los márgenes. Esto tuvo lugar con un gran desorden en las variaciones de los precios individuales, que se mostró en una gran dispersión en las cotizaciones de productos similares ofrecidos por distintas firmas. La falta de un patrón de referencia para formar precios -que se asociaba con la pérdida del rol del dinero nacional como unidad de cuenta- hizo que se difundiera la práctica de la "dolarización". Esta alcanzó no solamente a bienes directamente exportables o importables, sino también a otros productos, en especial en transacciones intermedias. Sin embargo, en las operaciones minoristas no se observó, en general, una vinculación directa entre los precios y el tipo de cambio, lo cual parece haber restringido la dolarización en las etapas previas de la cadena de ventas. Esta resistencia a la dolarización posiblemente respondió al hecho de que los salarios se fueron ajustando por métodos diversos, pero no se ligaron al tipo de cambio, y la moneda nacional siguió siendo el medio de pago en las transacciones de menor volumen; en esas condiciones, es probable que los comercios que "dolarizaran" sus precios habrían estado en desventaja competitiva con respecto a los que no lo hacían. En todo caso, aunque la moneda nacional fue perdiendo sus funciones tradicionales, no se observó una transición coordinada a otro régimen bien definido de formación de precios y de organización de las transacciones. Una consecuencia de esto fue que el período de hiperinflación estuvo marcado por una gran incertidumbre sobre las oportunidades de intercambio aun sobre plazos muy cortos; en algunas instancias se llegó incluso a una interrupción de la oferta.

En junio se definió la fecha de cambio de autoridades políticas, que ocurriría a principios del mes siguiente, y se fueron perfilando las características del programa que aplicaría el nuevo gobierno. Aunque la tasa de inflación creció abruptamente en las primeras semanas de julio, este salto en los precios parece haber obedecido a un proceso distinto al de las alzas en el período inmediatamente anterior. Las intensas remarcaciones de julio estuvieron lideradas por los precios industriales, y obedecieron a los fuertes ajustes en el tipo de cambio oficial y las tarifas que iniciaron el programa del gobierno recién inaugurado, pero probablemente también a un aumento preventivo en los márgenes ante la perspectiva de un inminente llamado a un acuerdo de precios. Es decir, estos aumentos se habrían originado en parte, no por una presión directa de costos o de demanda, o por la expectativa de una mayor aceleración, sino por una "toma de posición" previa a un freno previsto en los precios.

La negociación del acuerdo de precios con las empresas de gran tamaño llevó algún tiempo. De todos modos, luego de algunas semanas se observó una abrupta desaceleración en las alzas de los precios industriales, que se encontraban en valores reales extremadamente altos, tanto en relación a los precios de los servicios como de los bienes agropecuarios. La estabilización de los precios de fábrica y la fijación del tipo de cambio para el comercio exterior implicaron que el índice de precios al por mayor creciera en agosto por debajo del 10%, tras haber subido más del 200% en el mes anterior. Sin embargo, la respuesta del IPC fue más lenta: el aumento del 38% registrado en agosto reflejó un efecto estadístico (debido a que el índice mide promedios de cotizaciones mensuales), pero, además, una importante reacción en los precios de los servicios y de algunos bienes agropecuarios. Esto respondió al atraso que mostraban esos precios,

GRAFICO 2
PRECIOS AL CONSUMIDOR
(VARIACION EQUIVALENTE SEMANAL EN %)



así como a la reaparición de mecanismos inerciales (del tipo de la indexación desfasada), especialmente en el caso de los servicios.

En los meses siguientes, si bien los precios crecieron a un ritmo muy inferior al del segundo trimestre, hubo una no despreciable inflación residual. El patrón de las alzas fue similar al de episodios anteriores cuando se habían "anclado" variables nominales: los precios al consumidor aumentaron más que los mayoristas y se observó una erosión del valor real del tipo de cambio, las tarifas y los precios industriales. De hecho, en noviembre, la relación entre los precios industriales y los de los servicios había vuelto a valores similares a los de principios del año. Estos movimientos tuvieron lugar junto con una cierta reanimación de la demanda, que facilitó el aumento de los precios no fijados administrativamente.

La caída en el valor real de las variables de anclaje fue creando dudas sobre la posibilidad de que se sostuviera el conjunto existente de precios relativos; a su vez, la aparición de expectativas desfavorables -acentuadas por el comportamiento del mercado de cambios a partir de octubre- tendía a acelerar nuevamente los precios. La devaluación y el aumento de tarifas decididos el 11 de diciembre marcaron un nuevo quiebre en el régimen inflacionario, que se hizo bien marcado tras la liberación de precios y la flotación cambiaria que se anunciaron una semana más tarde. En esta ocasión, los precios reaccionaron sin ninguna inercia: la experiencia de la hiperinflación de mediados de año parece haber dejado rastros bien nítidos en los comportamientos. Los aumentos de precios se aceleraron con gran rapidez (véase el Gráfico 2); en un lapso de pocos días, la dolarización de precios se difundió nuevamente y se observaron restricciones en la oferta de bienes. Es decir, que, hacia fines de año, se reconocían una vez más condiciones de hiperinflación.

2. Los salarios y el empleo

Los salarios reales cayeron fuertemente en 1989 (véase el Cuadro 19); su nivel medio en el año fue, por mucho, el más bajo de la década. Por otro lado, se registraron intensas fluctuaciones en el poder de compra de los salarios; los mínimos se alcanzaron hacia mediados del año, en el período de la hiperinflación.

Durante todo el período, las remuneraciones en el sector privado se negociaron entre las partes a través del mecanismo de las convenciones colectivas de trabajo. A principios del año, la práctica usual era efectuar ajustes mensuales tomando como referencia la inflación pasada. Este método era claramente inapropiado en un período de rápida aceleración inflacionaria. En el segundo trimestre, se rompió la vinculación entre los salarios y la inflación rezagada; los aumentos se establecieron de formas diversas, incorporando previsiones de aumentos de precios, pero sin que se pudiera identificar un patrón sistemático. En algunos casos, se llegó a negociar ajustes varias veces en un mismo mes; fue común la fijación de salarios con efecto retroactivo. Por otro lado, en mayo el gobierno dispuso el pago adelantado del aguinaldo que correspondía percibir en el mes siguiente; dicho adelanto no fue luego descontado. Sin embargo, pese a que los salarios perdieron su inercia, no hubo restricciones legales a los aumentos y se adoptaron medidas de emergencia como las mencionadas, las remuneraciones reales declinaron con rapidez. Es probable que los precios hayan crecido con mayor rapidez que lo previsto al definir los ajustes; además, la debilidad de la demanda de trabajo frenaba las alzas (dado que las empresas veían disminuido su incentivo a producir ante la gran incertidumbre) y la inflación misma

erosionaba el valor real de los ingresos hasta el momento en que éstos eran gastados.

Junto con el programa de julio, el nuevo gobierno estableció el pago de una suma fija, que habría de repetirse mensualmente hasta setiembre; además, dispuso que se efectuara un adelanto equivalente al salario de junio. Se mantuvo en vigencia el sistema de convenciones colectivas; éstas debían fijar salarios por un trimestre, con una pauta indicativa de aumentos de alrededor del 180%. De hecho, en general, los ajustes negociados fueron de ese orden de magnitud. La caída en la tasa de inflación implicó una recuperación de los salarios reales en el tercer trimestre, sin volver a los niveles de principios de año.

En octubre, el gobierno trató de inducir la celebración de convenios de duración semestral, que tuvieran en cuenta la inflación prevista por las autoridades. Este criterio no fue aceptado por los sindicatos, que reclamaban una compensación de las pérdidas anteriores. Así, en la mayoría de los casos, se establecieron convenios que contemplaban parcialmente los retrasos acumulados e incluían cláusulas de renegociación en caso de que la inflación volviera a acelerarse. Los aumentos de salarios acordados fueron de magnitud mucho mayor que la pauta oficial; a esto contribuyó un cierto fortalecimiento de la demanda de trabajo. De cualquier forma, aunque en diciembre se volvieron a ajustar fuertemente los salarios ante la nueva escalada inflacionaria, su poder de compra volvió a declinar en ese mes.

La evolución de los salarios en el sector público estuvo sujeta en 1989 a la severa restricción presupuestaria. En los sectores de la administración no sujetos a convenciones colectivas de trabajo, la aplicación repetida de aumentos de suma fija provocó un fuerte achatamiento de las escalas: mientras que los salarios de las categorías

inferiores se movieron aproximadamente como los del resto de la economía, las categorías más altas sufrieron una pérdida más severa.

Durante el año se mantuvo, con altibajos, un estado de exceso de oferta de trabajo. Esto se manifestó en un aumento del desempleo y en una caída en la ocupación y las horas trabajadas (véase el Cuadro 20).

V. La política fiscal y monetaria

1. La política fiscal

En los años recientes han sido evidentes las fallas en la operación del sector público y las severas dificultades para su financiamiento. La debilidad del aparato fiscal y la estrechez del crédito público, agravadas por la carga de la deuda externa, se revelaron con nitidez a lo largo de la década. En 1989, el problema fiscal llegó a una situación límite, debido al cierre de las fuentes de financiamiento: se manifestó que el gobierno no estaba en condiciones de cubrir desequilibrios de caja sin generar agudos efectos inflacionarios. Al mismo tiempo, se siguió resintiendo la provisión de servicios gubernamentales básicos. El deterioro del sector público ya venía dando lugar a una generalizada preocupación; ésta se vio reforzada ante la hiperinflación. De hecho, el gobierno que se inauguró en julio hizo de la reforma del sector público el tema central de sus propuestas económicas. Sin embargo, hasta fines del período la política fiscal continuó operando sobre bases frágiles.

Considerando el año en su conjunto, el déficit del sector público no financiero habría sido similar al de 1988 (véase el Cuadro 21). Hubo una caída en la recaudación tributaria, que fue compensada por una disminución en los gastos en personal, en las transferencias del sistema de seguridad social y en las inversiones. En cuanto al

financiamiento del desequilibrio, se profundizó la tendencia observada anteriormente, con un mayor uso de instrumentos con un directo impacto monetario. Por su parte, el déficit originado en las operaciones del Banco Central (denominado déficit cuasifiscal) habría alcanzado alrededor del 3% del PBI, con valores particularmente altos a comienzos y finales del año.

En el período del Plan Primavera, que alcanzó hasta febrero de 1989, la situación de las finanzas públicas era precaria desde dos puntos de vista. Aunque el desequilibrio primario del Tesoro era moderado, existían fuertes demandas por mayores gastos y las tarifas reales estaban en baja; una posible perturbación inflacionaria, además, podía afectar la recaudación de impuestos. Por otro lado, la carga de la deuda interna era creciente y no existían perspectivas de que se generara un superávit primario suficiente para compensarla, mientras que se notaba una apreciable caída en la demanda de deuda pública. El Tesoro tenía grandes dificultades para colocar bonos en el mercado y había una acumulación de vencimientos de títulos en la primera parte del año; el recurso de aumentar los encajes remunerados en los bancos tenía claramente un límite.

La crisis cambiaria desatada en febrero complicó aun más el manejo fiscal, al elevar el tipo real de cambio y la tasa de interés. Asimismo, durante el primer trimestre aumentó el déficit del Tesoro, en virtud de una caída en los ingresos tributarios y de un aumento de los gastos corrientes. La merma de la recaudación fue generalizada, y se hizo sentir especialmente en el impuesto al valor agregado y los derechos sobre el comercio exterior. Se observó, por otra parte, un significativo incremento en las transferencias a empresas públicas, cuyos recursos cayeron al ajustarse las tarifas por debajo de la inflación; además, crecieron los gastos en el sector energético, debido

a la urgencia para restablecer la oferta de electricidad, disminuída desde fines del año anterior por razones climáticas de excepción. También las provincias manifestaban crecientes dificultades; a ello se agregaban presiones por mejoras en los salarios en las áreas de educación y salud y en las jubilaciones.

Al acelerarse bruscamente la inflación en el segundo trimestre, se profundizó la disminución en los recursos tributarios: la recaudación de la Dirección General Impositiva alcanzó los valores mínimos de la década. Esto se vio compensado en parte por la recuperación de los impuestos al comercio exterior y por ingresos extraordinarios. Al mismo tiempo, se redujeron los salarios reales en la administración pública y las erogaciones de capital, mientras que se registraban mayores atrasos en los pagos a proveedores. De todos modos, los gastos operativos del Tesoro excedieron ampliamente los ingresos corrientes.

La finanzas provinciales sufrieron un pronunciado deterioro en este período, dada la merma en los ingresos, tanto propios como coparticipados; esto dio lugar a fuertes reclamos por asistencia del gobierno central. Las empresas públicas se vieron afectadas por una intensa caída en las tarifas reales; su déficit aumentó, pese a la baja de los salarios y de los gastos en bienes y servicios. Por su parte, el sistema de seguridad social requirió de mayores transferencias, al reducirse los aportes previsionales en mayor proporción que las jubilaciones.

En las condiciones de transición política y extrema inestabilidad económica que marcaron el segundo trimestre, las dificultades de financiamiento del gobierno tomaron un carácter crítico: frente a un desequilibrio en aumento, el crédito público caía a gran velocidad. Así, las autoridades se vieron forzadas a ofrecer rendimientos cada vez

mayores (lo que, a su vez, hacía más incierto el repago) y a modificar la composición de la deuda, con una mayor participación de las letras ajustables por el tipo de cambio, en un momento en que el precio de las divisas se elevaba rápidamente. La acumulación de intereses y ajustes, tanto sobre los títulos propiamente dichos como sobre los encajes remunerados en el Banco Central, hizo que el valor real de la deuda pública interna fuera creciente, aun cuando las colocaciones adicionales de deuda "voluntaria" hayan sido de una magnitud muy limitada.

En términos generales, durante la hiperinflación de mediados de año la política fiscal operó de un modo muy poco sistemático. Por cierto, el evidente estado de crisis dio lugar a que el gobierno adoptara medidas -tales como el aumento de los derechos de exportación, la suspensión del pago en efectivo de los reintegros de exportación y de los subsidios de promoción industrial- que no parecían viables algún tiempo atrás. Pero esto no conformaba un cambio sostenible en el manejo fiscal: la evolución de la economía escapaba al control de las autoridades, y las acciones que se sucedían no eran suficientes para cerrar el desequilibrio financiero ni para modificar las expectativas.

El programa de estabilización anunciado en julio por el nuevo gobierno puso un fuerte énfasis en la política fiscal. En lo inmediato, se dispuso un fuerte aumento en las tarifas públicas, que se encontraban muy atrasadas; las autoridades contaban, además, con una reversión del efecto de rezago tributario (y con un mejor cumplimiento impositivo) y con una mayor recaudación de impuestos sobre el comercio exterior. Por el lado del gasto, no se anticipaba una recuperación rápida de los salarios y las inversiones, mientras que se recortarían drásticamente las erogaciones por subsidios.

Al margen de las medidas de corto plazo, este programa buscó iniciar una reforma del sector público. Con este propósito, se enviaron al Congreso tres leyes de gran alcance: la de emergencia económica, la de reforma del Estado y la de reforma tributaria. La primera, entre otras disposiciones, establecía una suspensión por seis meses de un amplio conjunto de subsidios y sistemas de reintegro impositivo; su objetivo era dejar sin efecto una variedad de mecanismos que significaban transferencias automáticas de recursos hacia el sector privado u organismos específicos del sector público.

La ley de reforma del Estado, por su parte, disponía la intervención de las empresas públicas, para reforzar el control sobre su gestión y encarar reformas en su organización. Además, definía las líneas generales de la política de privatizaciones; esto incluía no sólo las modalidades de venta, sino que también dejaba margen al Poder Ejecutivo para determinar políticas sectoriales en las áreas a ser privatizadas. Además, se establecieron fechas límite para el traspaso al sector privado de estaciones oficiales de televisión, de la empresa de telecomunicaciones y de la de aeronavegación.

La reforma tributaria fue encarada como una simplificación del sistema, si bien se descartaron propuestas de cambios más drásticos en el régimen vigente. El criterio general de la reforma fue el de ampliar la base impositiva, a partir de un aparato administrativo con una limitada capacidad de gestión. El punto principal fue la generalización del IVA (que se extendió, en particular, a los alimentos) con una alícuota uniforme que se fijó en un 13%: la eliminación de exenciones tuvo el propósito de facilitar el control del cumplimiento, además de buscar un efecto directo sobre la recaudación. Asimismo, se estableció un impuesto del 1% sobre los activos de las empresas y se dispusieron

algunas modificaciones en el impuesto a las ganancias, para simplificarlo y reducir las tasas marginales más altas.

Las leyes de emergencia económica y de reforma del Estado fueron aprobadas rápidamente por el Congreso. El trámite de la reforma impositiva fue más largo, y dio lugar a discusiones aun dentro de los grupos que formaban la principal base de apoyo a la política económica. Finalmente, el proyecto fue sancionado, para entrar en vigencia a principios de 1990.

Las medidas anunciadas en julio mejoraron el comportamiento fiscal: a partir de setiembre, el Tesoro obtuvo superávits primarios. Se observó una nítida recuperación de los ingresos públicos; ésta fue generalizada, aunque resultó especialmente importante en el caso de los derechos de exportación. Además, se mantuvo la contención de los gastos operativos. El aumento de los fondos coparticipados y de sus ingresos propios descomprimió las finanzas provinciales, y también se incrementaron los recursos de las empresas públicas. Sin embargo, el ajuste de la operación fiscal mostraba aún varios flancos débiles. Los salarios y las inversiones estaban comprimidos en valores que parecían difícilmente sostenibles, y se mantenían atrasos en los pagos a proveedores. La inflación residual erosionaba las tarifas; por otro lado, no se había definido un esquema más o menos permanente para la gestión de las empresas. La demora en la reforma impositiva hacía que la recaudación siguiera dependiendo de los tributos al comercio exterior (para los que existía una pauta de rebajas progresivas) y en gravámenes de emergencia: los ingresos por los demás impuestos no superaban todavía los valores de un año atrás.

Por otro lado, subsistía el problema de la deuda interna. Esta había disminuído en términos reales ante la súbita aceleración inflacionaria de julio y la caída en el tipo de cambio real; asimismo,

junto con el programa de estabilización, se anunció una reprogramación de vencimientos de una variedad de títulos y un impuesto especial del 4% sobre esos activos. Sin embargo, pese a ello y a la reducción de los intereses nominales, los servicios de la deuda no estaban cubiertos por los superávits primarios del Tesoro. Dado esto, y la política de esterilización del superávit cambiario inicial, la deuda interna empezó a crecer nuevamente. Además, la deuda, tanto del Tesoro como del Banco Central, seguía teniendo un perfil de vencimientos a muy corto plazo; por lo tanto, la situación financiera del gobierno era muy vulnerable ante una posible crisis de confianza como la que se desató en diciembre.

En ese mes, las autoridades trataron de reforzar los ingresos públicos a través de un ajuste de tarifas y la aplicación de impuestos de emergencia; por otro lado, se anunció una nueva postergación de los vencimientos de títulos públicos. Sin embargo, la fuerte aceleración inflacionaria tuvo rápidos efectos sobre la recaudación, mientras que la demanda por bonos y depósitos (o sea, indirectamente, por deuda del Banco Central) cayó en forma precipitada. Es decir que, a fines de año, nuevamente estaban puestos en cuestión tanto el comportamiento operativo de la política fiscal como el manejo financiero del sector público.

Más allá de esta evolución de corto plazo, que impulsaba decisiones urgentes, las autoridades proclamaron repetidamente su intención de proseguir con las reformas anunciadas, principalmente en cuanto a las privatizaciones, la reducción de los gastos corrientes del gobierno y el aumento de la tributación. La reforma del Estado ocupaba un lugar prominente en el debate público, en vista de la aguda crisis de financiamiento y de la deteriorada calidad de los servicios.

2. La política monetaria y financiera

El ritmo de creación de dinero se aceleró fuertemente en 1989. La cantidad de medios de pago se elevó en el año en un 4500%, a una tasa promedio del 38% mensual, es decir, mucho más rápidamente que en períodos anteriores pero a menor velocidad que los precios. Considerando el año en su conjunto, el coeficiente de liquidez (M1/PBI) se redujo a menos del 3%, con un mínimo marcado en julio, cuando la inflación rozó el 200%. Por su parte los depósitos de ahorro y plazo fijo se elevaron en un 3300%, lo que también implicó una caída en términos reales (véase el Cuadro 22).

En una economía tradicionalmente inestable como la argentina, la política monetaria tiene un escaso margen de maniobra. El mercado de deuda pública (sea en forma de bonos o de depósitos con altos encajes) es muy estrecho, por la incertidumbre sobre el rendimiento real que implica una inflación errática y por el riesgo de insolvencia de un sector público incapaz de controlar sus finanzas. Así, el gobierno solo puede endeudarse a muy altas tasas de interés *ex-ante* y a cortísimo plazo, y los mercados reaccionan con rapidez demandando términos más gravosos cuando se aprecia que la deuda crece en forma insostenible o se difunde un movimiento de desconfianza. De ahí que la carga de servicios de la deuda sea muy sensible al volumen de esa deuda y al estado de las expectativas. Por lo tanto, los intentos para frenar la monetización de los déficits fiscales pueden dar lugar a un gran crecimiento en los intereses (lo que realimenta el desequilibrio del sector público) y a una mayor resistencia del mercado a absorber deuda pública, lo que en algún momento fuerza al Banco Central a aflojar la restricción monetaria. Esta dinámica opera con mayor intensidad y rapidez cuando, como en la Argentina, la experiencia de

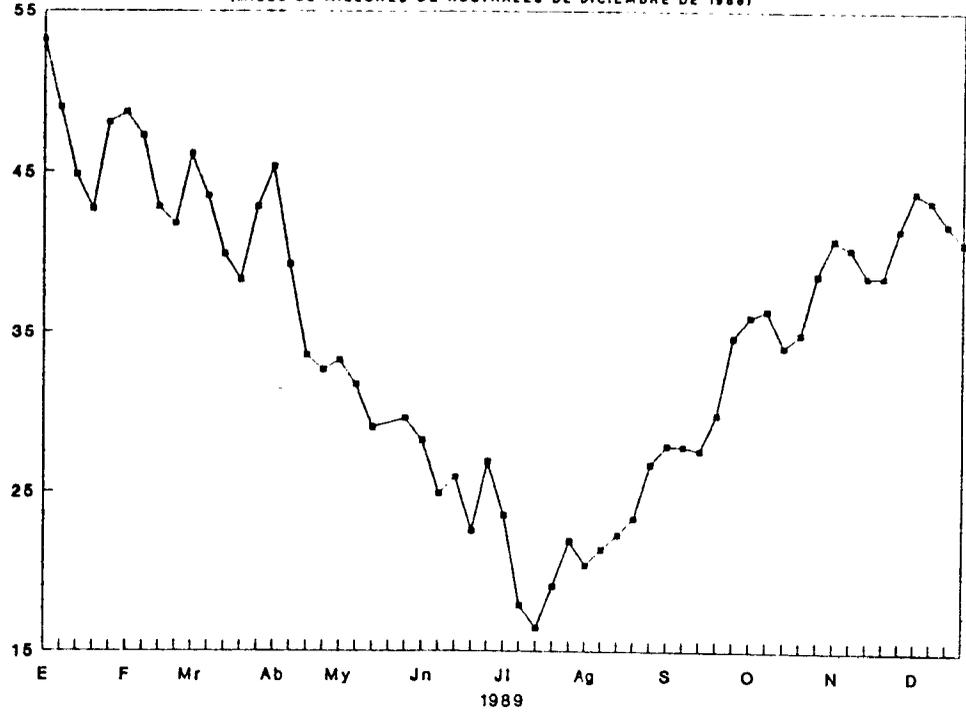
varios episodios anteriores ha hecho que ella se haya incorporado a las expectativas de los operadores financieros.

Otro elemento de presión sobre la política monetaria ha sido la frágil situación del sistema bancario. Por otro lado, la volatilidad de los flujos de divisas, con regímenes cambiarios que se modifican frecuentemente, dificultan un manejo monetario sistemático. Los problemas en regular la oferta de dinero tienen efectos macroeconómicos más agudos en circunstancias en que la demanda de saldos reales es baja y variable; esto hace también más compleja la programación monetaria.

Estos inconvenientes para la gestión monetaria se han hecho visibles durante un largo tiempo, pero fueron particularmente graves en 1989. En el primer semestre, se descontroló la expansión de la oferta, con una demanda de dinero, y, en general, de activos domésticos, que caía velozmente. El programa de estabilización de julio planteó inicialmente los menos dramáticos, pero serios, dilemas asociados con la regulación de la cantidad de dinero en un período de desinflación brusca y superávit de pagos externos. La crisis cambiaria de fines de año y el nuevo brote hiperinflacionario pusieron en cuestión no solo la estabilidad del sistema financiero, ante el peligro de un masivo retiro de depósitos, sino también la misma existencia de la moneda nacional.

Durante el "Plan Primavera", la política monetaria se centró en la regulación del mercado de cambios. Por algún tiempo, hubo una sobreoferta de divisas; sin embargo, esto descansaba en una expectativa de altos rendimientos a corto plazo en términos de divisas, y era fácilmente reversible. De hecho, el mantenimiento de altas tasas de interés era un importante factor de expansión de la liquidez (debido a la acumulación de devengamientos sobre los encajes remunerados en

GRAFICO 3
MEDIOS DE PAGO (M1)
VALORES SEMANALES DEFLACTADOS POR EL IPC
(MILES DE MILLONES DE AUSTRALES DE DICIEMBRE DE 1988)



el Banco Central) y hacía crecer la masa de fondos que podían presionar sobre la demanda de moneda extranjera. El corrimiento hacia las divisas se produjo con gran fuerza a principios de 1989 y no fue detenido por el endurecimiento de la política monetaria.

Luego de la ruptura del régimen de cambios el 6 de febrero, el Banco Central reaccionó inicialmente estimulando el alza de la tasa de interés y colocando títulos ajustables por la cotización del dólar; esto no detuvo la depreciación de la moneda e implicó un aumento del monto de la deuda interna. La expansión monetaria se aceleró por efecto de los mayores intereses y de los créditos al gobierno; asimismo, la caída en la demanda por depósitos llevó a un fuerte crecimiento en los redescuentos por iliquidez otorgados a los bancos. En mayo, la perspectiva de que se produjera un retiro masivo de depósitos indujo a las autoridades a decidir un congelamiento transitorio, destinado a sostener a los bancos y evitar una mayor presión sobre el mercado de cambios. Si bien la circulación de cheques compensó en parte la escasez de circulante, las transacciones se vieron afectadas: es probable que esta medida de última instancia haya frenado por un tiempo el aumento del gasto nominal.

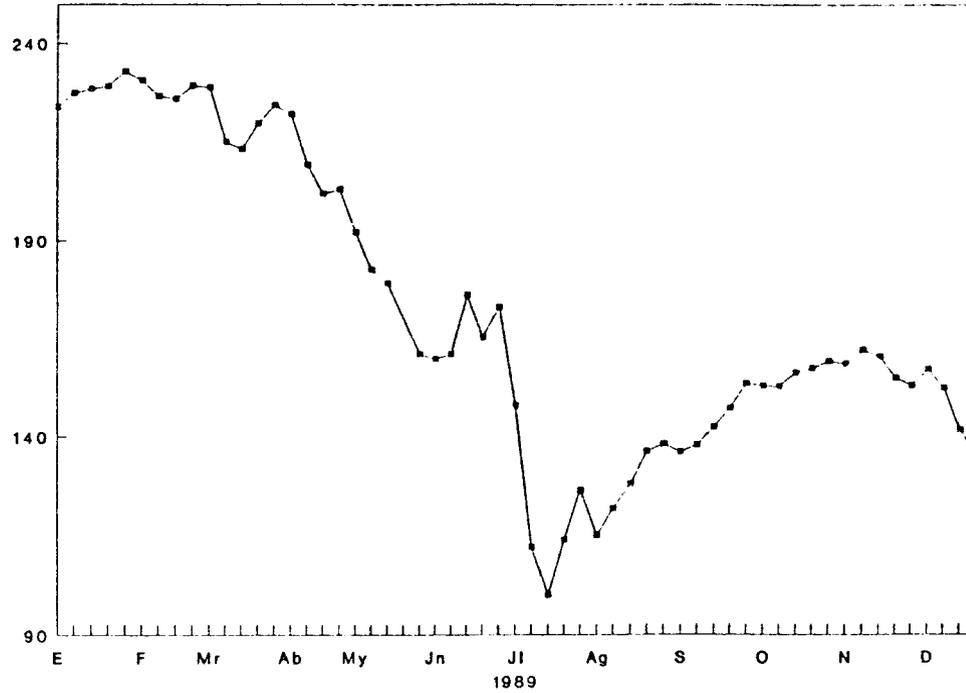
Como es usual, el fuerte aumento de las expectativas de inflación llevó a una baja en la cantidad real de dinero; la caída de la demanda fue gradual hasta abril, cuando se aceleró nítidamente (véase el Gráfico 3). La hiperinflación desatada en el segundo trimestre del año no solo indujo a los agentes a reducir sus tenencias de saldos líquidos, anticipando compras o adquiriendo moneda extranjera; también llevó a una sustitución del austral por el dólar como patrón de fijación de precios y, en ocasiones, como medio de cancelación. Sin embargo, en la mayor parte de las transacciones cotidianas de poco monto, se siguió utilizando la moneda nacional para denominar precios y efectuar

pagos. Es decir, aunque el uso del dólar se difundió, no hubo una "dolarización" generalizada debido, tal vez, a la presencia del gobierno como demandante de australes en los pagos que le iban dirigidos y a la dificultad de muchos agentes, particularmente los de menores ingresos, en acceder a sustitutos de la moneda. En todo caso, es probable que esto haya puesto un límite a la fuga del dinero en una hiperinflación que duró pocos meses.

Uno de los fenómenos más característicos de este episodio fue la marcada predisposición del público a desprenderse de activos internos, y no solo del dinero. En esto influyó, sin duda, la incertidumbre causada por la hiperinflación (a la cual, recíprocamente, contribuyó en gran medida la caída en la demanda de activos). Sin embargo, es probable que haya jugado otro efecto, de tipo más general. La salida de capitales que tomó fuerza a principios de la década implicó el retiro del país de una gran masa de ahorros a largo plazo. Con altibajos, el movimiento prosiguió en los años recientes; en 1989, la desconfianza incluso a plazos muy breves hizo que muchos agentes se resistieran a mantener activos domésticos, aun de muy corta maduración, aunque ellos ofrecieran altos rendimientos (de hecho, la tasa de interés expost fue positiva en el promedio del primer semestre; véase el Cuadro 23). Un síntoma de esto fue el retiro de depósitos en dólares de los bancos locales.

La transición política fue un elemento importante en la reducción de la demanda de activos y, en particular, de títulos públicos y depósitos. En general, un período de cambio de autoridades implica un problema delicado en la administración de la deuda pública; éste fue especialmente grave en la Argentina. El gobierno buscaba financiar de algún modo su déficit pero, a efectos de poder colocar deuda, se requería una cierta seguridad de repago. Al mismo tiempo, la

GRAFICO 4
RECURSOS MONETARIOS (M2)
VALORES SEMANALES DEFLACTADOS POR EL IPC
(MILES DE MILLONES DE AUSTRALES DE DICIEMBRE DE 1988)



oposición del momento (que, según firmes expectativas, que se confirmaron, ganaría las elecciones presidenciales) percibía que los pasivos emitidos por las autoridades salientes le impondrían una pesada carga al futuro gobierno, que podía agravarse si había una garantía de que éste asumiría el pago de toda la deuda que se pudiera colocar; esto llevaba a una negativa a pronunciarse sobre el tratamiento que se daría a la deuda pública. La incertidumbre resultante contribuyó a producir una fuerte contracción en el crédito al gobierno.

Hasta junio, el valor real de la deuda interna fue creciendo, pero esto reflejó simplemente la acumulación de intereses y ajustes, dado que el nuevo financiamiento al gobierno era casi inexistente. En julio, sin embargo, el salto de los precios (que hizo que la tasa de interés ex-post fuera muy negativa), unido a la baja en el tipo real de cambio, implicó una brusca caída en la deuda, y de los activos financieros en general.

Desde el punto de vista financiero, el programa anunciado en julio incluyó la reprogramación de títulos públicos, pero manteniendo las condiciones de ajuste y remuneración. El anuncio del plan produjo un brusco cambio en el comportamiento de los mercados de activos: bajó la tasa nominal de interés y apareció una sobreoferta de divisas. El Banco Central enfrentó entonces la conocida disyuntiva entre esterilizar la expansión generada por el sector externo (y, durante los primeros meses, también por el crédito al gobierno) o bien permitir el crecimiento de la masa monetaria anticipando una mayor demanda de saldos reales. En un principio, las autoridades no trataron de frenar la expansión; más adelante, sin embargo, se buscó regular la oferta colocando títulos en los bancos. Esta política tuvo vaivenes, según que la preocupación fuera la tasa de interés y el crecimiento de la deuda

interna, o el aumento de la cantidad de dinero y la potencial demanda de bienes y divisas.

Luego de iniciado el programa, se observó una rápida recomposición de la demanda de dinero y depósitos, aunque sin recuperar los niveles de principios de año. Las tasas nominales de interés bajaron persistentemente hasta octubre, con una brecha cambiaria muy baja. Sin embargo, el panorama cambió de modo abrupto en unas pocas semanas. La deuda interna del gobierno, de magnitud todavía reducida, estaba creciendo. El déficit cuasifiscal no era cubierto por el superávit primario del Tesoro, y se empezaban a percibir algunos signos de debilidad en las políticas. En los mercados financieros se difundió nuevamente la percepción de que se estaba en otro ciclo del movimiento pendular entre activos domésticos y externos: el crecimiento de la cantidad de dinero y depósitos en términos de bienes locales y, especialmente, de divisas, se interpretaba como un anticipo de presiones sobre los precios y el tipo de cambio. Cuando la demanda de moneda extranjera volvió a crecer en octubre y más fuertemente en el mes siguiente, el Banco Central ensayó una política de restricción monetaria, que no dio resultado. Otra vez se reproducían los comportamientos de principios del año.

Junto con la devaluación no programada del 11 de diciembre, se anunció la postergación de vencimientos de un conjunto de títulos públicos. La medida aumentó la desconfianza, porque hizo prever a muchos agentes que a esto podía suceder alguna acción que afectara los depósitos bancarios, a fin de reducir, o consolidar, la deuda remunerada del Banco Central. Aunque no hubo un pánico propiamente dicho, el corrimiento de depósitos a divisas ocurrió con rapidez y produjo una explosión en el tipo de cambio. En un corto lapso se volvió a un estado de hiperinflación, con una precipitada huída

del dinero y una dolarización de las transacciones. El plazo de las colocaciones en los bancos se acortó aun más, y el brusco crecimiento de las tasas de interés no alcanzaba a inducir a los depositantes a que no retiraran sus fondos. Implícitamente, el público estaba demandando el rescate inmediato de la deuda interna en forma de encajes en el Banco Central. Esto configuraba un mecanismo circular. Una monetización de los encajes podía agravar hasta límites extremos el estallido hiperinflacionario; aumentar más la tasa de interés solo postergaba el problema para algo más adelante. El gobierno, por lo tanto, difícilmente podía responder en forma pasiva. A su vez, la previsión de que la situación era insostenible para las autoridades creaba más inseguridad en los depositantes, y aceleraba los retiros.

El episodio de fines de 1989 reveló, con crudeza, la extrema vulnerabilidad de un esquema de financiamiento público a muy corto plazo y altas tasas de interés. La deuda interna, cuyo valor real no era elevado, se convertía en una gravísima preocupación inmediata ante la negativa del público a mantenerla en cartera; esto requería acciones con urgencia. Al mismo tiempo, la velocidad con la que se estaban dolarizando precios e intercambios llegaba a causar dudas sobre la propia supervivencia de la moneda nacional. Esto no solo representaba un serio problema a corto plazo; también planteaba la cuestión de cuál podía ser un diseño del sistema monetario que diera una razonable estabilidad al valor del dinero y permitiera evitar los bruscos vuelcos de expectativas que tan claramente habían perturbado la actividad económica en 1989.