



Distribución Limitada

LC/BUE/L.128
Julio 1992

C E P A L

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

11 MAR 1997

**NOTA SOBRE LA EVOLUCION
DE LA ECONOMIA ARGENTINA
EN 1991**

Documento de Trabajo Nº 46

INDICE

I.	Rasgos generales de la evolución reciente	1
II.	La evolución de la actividad económica	17
1.	<u>Las tendencias de la oferta y la demanda globales</u>	17
2.	<u>La evolución de los principales sectores</u>	21
2.1	El sector agropecuario	23
2.2	La minería	27
2.3	El sector manufacturero	29
2.4	El sector de la construcción	31
2.5	El sector de la electricidad	32
III.	El sector externo	33
1.	<u>La evolución global y el financiamiento del saldo del balance de pagos</u>	33
2.	<u>La política cambiaria</u>	37
3.	<u>El comercio exterior</u>	43
3.1	La política comercial	43
3.2	Las exportaciones	45
3.3	Las importaciones.	49
IV.	Los precios, los salarios y el empleo	53
1.	<u>Los precios</u>	53
2.	<u>Los salarios y el empleo</u>	59
V.	La política fiscal y monetaria	65
1.	<u>La política fiscal</u>	65
2.	<u>La política monetaria</u>	73

I. Rasgos generales de la evolución reciente

La economía argentina mostró cambios significativos en 1991. El producto bruto se incrementó en alrededor del 6%, impulsado por un fuerte aumento en la demanda interna: ésta se elevó en más del 10%, con una rápida suba de la inversión, y también en el consumo privado. La recuperación de la actividad -a partir de bajos niveles de partida- marcó una nítida inflexión con respecto a las tendencias previas. La inflación acumulada del IPC (algo más del 80%) fue la más baja en cinco años; luego de un período de intensas alzas en el primer trimestre, los movimientos de precios se moderaron bruscamente, de modo que en los últimos nueve meses del año la variación media del IPC resultó inferior al 1.5% mensual. Por su parte, los salarios reales registraron leves variaciones en relación a los promedios del año anterior; es decir que fueron netamente más elevados que en los mínimos recientes, pero no recuperaron los valores previos a los pasados brotes hiperinflacionarios. Tal como ocurrió a escala regional, pero debido también a circunstancias específicas del país, la Argentina registró un considerable ingreso de capitales en 1991. Este financió el desequilibrio en la cuenta corriente del balance de pagos -cuyo saldo volvió a ser negativo, debido al alza en las importaciones- y permitió una importante acumulación de reservas (véase el cuadro 1).

Al mismo tiempo, se produjeron modificaciones sustanciales en el régimen de operación de la economía. Estas se manifestaron en diversas áreas; desde el punto de vista macroeconómico, la más destacada fue la sanción de la "ley de convertibilidad". Dicha ley estableció un nuevo sistema de administración monetaria de características originales, a partir de la fijación del tipo de cambio por acto legislativo, y de la obligación del Banco Central de mantener cobertura en activos externos por el total de la base monetaria.

En la última parte de 1990, la política económica a corto plazo se había concentrado en el control de la expansión de la cantidad de dinero -sobre la base de una estricta gestión de la caja del Tesoro- con un esquema de flotación sucia para el tipo

de cambio. Si bien esa política dió lugar a una caída en la tasa de inflación, a un 6% mensual en el cuarto trimestre de ese año, se manifestó una clara discrepancia entre la respuesta del tipo de cambio, por un lado, y la de los precios y las tasas de interés internas, por otro. Así, la disminución del tipo de cambio nominal implicó una fuerte apreciación real de la moneda, mientras que los rendimientos en dólares de los activos financieros domésticos alcanzaron valores inusualmente elevados. Hacia finales de 1990, la erosión del tipo real de cambio y las dificultades que se percibían en la política fiscal fueron provocando un rápido cambio de tendencia en el mercado de divisas.

Esto puso a la política monetaria frente a una seria disyuntiva. Previamente, ante las masivas ventas de dólares del sector privado, las autoridades debían optar entre permitir que el tipo de cambio cayera aún más o sostener la cotización, con el consiguiente efecto monetario. Súbitamente, el Banco Central se vió enfrentado a un exceso de demanda de divisas, que lo llevaba a decidir si intervenía para evitar una brusca depreciación y, en ese caso, a qué precio actuaría y cuántas reservas pondría en juego. Durante enero de 1991, el Banco Central realizó ventas de dólares, pero éstas no atenuaron la presión en el mercado. En consecuencia, el tipo de cambio subió abruptamente. A fines de ese mes, se modificó el esquema cambiario: un nuevo equipo económico anunció una "banda de flotación", con un piso de 8.000 australes por dólar (el que, tras pocos días fue elevado a 9.000) y un techo de 10.000 australes. El extremo superior de la banda duplicaba la cotización del dólar de algunas semanas atrás.

Durante febrero y marzo la política económica se manejó con un esquema de transición, dirigido principalmente a reforzar los ingresos fiscales y a tranquilizar las expectativas. Así, el gobierno decidió un ajuste de las tarifas públicas y un conjunto de medidas tributarias que incluían un incremento en las tasas del impuesto a los débitos bancarios y del IVA. Por otra parte, se establecieron rebajas en los aranceles a la importación -lo que, en especial, implicó la eliminación de los derechos específicos vigentes sobre ciertos productos y su reemplazo por impuestos ad-valorem- y las autoridades indicaron que se aplicarían "premios y castigos" fiscales y crediticios a las empresas, de acuerdo con la

de comienzos del año anterior.

La ley de convertibilidad, sancionada por el parlamento en los últimos días de marzo de 1991, mantuvo algunas líneas generales de política ya adoptadas -de hecho, desde el punto de vista del sistema cambiario, se institucionalizaba la ya vigente eliminación de restricciones a los movimientos de divisas-; sin embargo, dicha ley estaba dirigida a producir una discontinuidad en el régimen de gestión macroeconómica: en última instancia, las autoridades se proponían instalar un marco monetario consistente con la estabilidad de precios.

La propuesta del sistema de convertibilidad representó una definida toma de posición con respecto a las alternativas de organización monetaria: las autoridades eligieron un esquema con un "anclaje cambiario" explícito -en contraste con las políticas aplicadas previamente, que tendían a la regulación del volumen de liquidez- y con una regla estricta para la operación del Banco Central. Esto se expresó en dos provisiones de la ley. Primero, se estableció que cualquier demanda de dólares a un precio de 10.000 australes por unidad debía ser atendida por el Banco Central; en otras palabras, el tipo de cambio no podría superar ese valor excepto por alguna futura decisión legislativa. Segundo, en todo momento los pasivos monetarios del Banco Central debían ser menores que sus activos externos de reserva: ésto tenía el propósito de garantizar la existencia de respaldo de la moneda y de limitar fuertemente la creación de dinero a través del crédito interno.

Estas disposiciones contemplaban ciertos márgenes de flexibilidad. Por un lado, la ley no determinó un límite inferior para el tipo de cambio: se admitían, en principio, fluctuaciones por debajo del tope si el Banco Central lo consideraba apropiado. Por otra parte, el respaldo en reservas se estableció como un límite inferior; es decir, también en principio, quedaban permitidas operaciones de política monetaria con activos internos si ellas implicaban una contracción de la base, o en ambas direcciones si existían reservas excedentes. Asimismo, la definición de las reservas a efectos de satisfacer el requisito de cobertura incorporó activos de diverso tipo incluyendo, en

recaudación impositiva, a través de la recuperación de la actividad y, especialmente, mediante reformas en el diseño y en la administración del sistema tributario.

A diferencia de ensayos anteriores, el programa de abril de 1991 no fue acompañado por subas en las tarifas públicas y en el tipo de cambio: las autoridades desecharon los "ajustes preventivos" en esas variables a efectos de evitar un impulso ascendente de los precios. El programa, por otro lado, no utilizó políticas de ingresos generalizadas. Sin embargo, se emplearon varios instrumentos para influir sobre la formación de precios y salarios. Aunque al inicio no hubo provisiones específicas referidas a los salarios en el sector privado, más adelante se emitió un decreto que prohibió nuevos aumentos salvo que ellos se basaran en incrementos de productividad. En cuanto a los precios, el gobierno realizó acuerdos con algunos sectores industriales, que contemplaban la rebaja o el mantenimiento de los valores de venta con la contrapartida, en algunos casos, de disminuciones en la carga impositiva. Asimismo, la ley de convertibilidad prohibió explícitamente las cláusulas de indexación por precios en nuevos contratos, y también estableció un mecanismo de corrección de los pagos futuros ya contratados, que también interrumpía la aplicación de tales ajustes automáticos. Como parte de las medidas de desindexación, las recientemente privatizadas compañías de teléfonos fueron inducidas a suspender los aumentos de tarifas, originalmente pautados según la evolución del IPC.

Aunque las opiniones iniciales con respecto al programa no fueron unánimes, especialmente en cuanto a la posibilidad de mantener indefinidamente un tipo de cambio fijo, su anuncio provocó un definido efecto sobre las expectativas. Esto se manifestó, en particular, en una brusca disminución de las tasas de interés: en abril, los rendimientos sobre depósitos a plazo fijo cayeron a menos del 1.5% mensual, en comparación con el 12% de marzo, cuando el tipo de cambio había variado poco, pero sin una garantía sobre su comportamiento futuro. Al mismo tiempo, se mantuvo un exceso de oferta de divisas, que se prolongó en los meses siguientes. El Banco Central no intentó esterilizar estos flujos: las operaciones de regulación monetaria con títulos públicos no afectaron mayormente la tendencia de la oferta de dinero, cuya expansión

impacto sobre la demanda y el producto. La posibilidad de acceder a financiamiento alivió las restricciones de liquidez y dió lugar a una intensa movilización en las ventas de bienes de consumo durable; asimismo -lo que constituyó un hecho novedoso en el país- hubo una incipiente aparición del crédito en transacciones inmobiliarias, que contribuyó a dinamizar el mercado de viviendas. La antes alicaída demanda de bienes de capital mostró también una suba importante. De esta forma, a partir del segundo trimestre, la construcción privada y la industria manufacturera registraron una marcada reactivación. En el caso del sector manufacturero, pese a que las importaciones competitivas tuvieron una fuerte alza y las exportaciones no mostraron dinamismo, la mayor absorción interna permitió un aumento significativo en la producción; sin embargo, algunas ramas productoras de bienes intermedios, más dependientes del comercio exterior, no participaron de la expansión.

El aumento en el volumen de las transacciones y la caída en la inflación repercutieron en los ingresos tributarios. Además hubo un efecto perceptible de las acciones dirigidas a mejorar el cumplimiento impositivo. En consecuencia, la mayor recaudación del IVA y de las contribuciones al sistema de seguridad social compensó con creces la merma de los recursos provenientes de tasas sobre el comercio exterior y de impuestos específicos, como los que gravan a los combustibles. Así, los ingresos tributarios del gobierno nacional registraron un fuerte incremento, hasta algo más de 19% del PBI, contra 16.6% en 1990. Pese a que se redujo el empleo en el gobierno, los gastos -muy comprimidos en los años anteriores- se elevaron, especialmente debido al alza en las transferencias a las provincias y en las erogaciones por pasividades. De todos modos, se contrajo la necesidad de financiamiento del gobierno nacional; más allá de este resultado cuantitativo, la política fiscal mostró un comportamiento más sistemático que en períodos anteriores, lo que tuvo impacto sobre las expectativas. Al mismo tiempo, los ingresos por privatizaciones -en 1991, atribuibles principalmente a la transferencia de áreas petroleras y a anticipos sobre la venta de acciones de las empresas de teléfonos- adquirieron un volumen considerable, de más del 1.5% del PBI. Las privatizaciones operaron, de hecho, como sustitutos del financiamiento a través de títulos. Sin embargo, aunque la situación financiera del gobierno siguió siendo estrecha, se notó una mejora en las condiciones de

La contrapartida del ingreso de capitales se registró en la acumulación de reservas por parte del Banco Central y, principalmente, en el balance comercial. El superávit del intercambio de bienes había sido extremadamente elevado en 1990; en 1991, el saldo se redujo en más de 50% a cerca de 4.000 millones de dólares. Si bien esta cifra fue aún considerable, la tendencia a lo largo del año fue claramente declinante. Este comportamiento obedeció a una leve caída en las exportaciones y, sobre todo, al abrupto incremento de las compras de bienes al exterior, que se duplicaron con respecto a los bajos valores de 1990. De hecho, el crecimiento de las importaciones se vió inducido de varias maneras, por el aumento de la demanda interna y el abaratamiento relativo de los bienes importados resultante de la evolución del tipo real de cambio y de las menores barreras tributarias y no tributarias. En este sentido, durante 1991 se hizo visible el efecto de las medidas de apertura, particularmente la eliminación casi completa de las restricciones cuantitativas (con la importante excepción de las importaciones de vehículos automotores) y la consolidación de la estructura arancelaria que dejó gravadas a la mayor parte de la importaciones en un rango entre 0 y 35%. El aumento en las importaciones alcanzó a todas las categorías de artículos, aunque fue especialmente fuerte en los rubros de bienes de consumo y de capital. Con respecto a la dirección del comercio, el intercambio con Brasil registró un incremento mayor al promedio, y alcanzó una participación del 15% en el valor total. En esto es probable que hayan tenido influencia las preferencias arancelarias establecidas en los acuerdos del Mercosur.

En los últimos meses del año hubo signos de una reducción ulterior en el saldo comercial. Sin embargo, ello no afectó al mercado de cambios: de hecho, los flujos financieros dieron lugar a un apreciable incremento en las reservas de divisas. Por otra parte, en noviembre y diciembre se registró una nueva desaceleración en el aumento del IPC, que promedió un 0.5% en ese lapso; ello obedeció en buena medida a una (leve) caída nominal en los precios de los alimentos. Al mismo tiempo, la actividad real se mantuvo en niveles visiblemente más elevados que al iniciarse el programa, y -en términos agregados- la demanda interna siguió sostenida.

En 1991 se produjeron también reformas en los esquemas de regulación de distintos mercados. El régimen de contratación laboral fue reformulado parcialmente con el propósito de aumentar el grado de movilidad del trabajo y de disminuir costos para las empresas; con este objeto, se introdujeron provisiones para facilitar la incorporación de personal por tiempo limitado y se cambiaron los métodos de cómputo de indemnizaciones por accidentes de trabajo. En noviembre, el gobierno emitió un "decreto de desregulación", que implicó el levantamiento de una gran variedad de disposiciones que condicionaban actividades o transacciones específicas; en algunos casos, ello estuvo acompañado por la disolución de los organismos que administraban regímenes sectoriales. Las normas del decreto de desregulación tuvieron principalmente un contenido microeconómico, sin embargo, el sentido genérico de esas medidas fue también el de inducir una caída en el precio relativo de los servicios, y favorecer indirectamente a las actividades vinculadas al comercio exterior. A este respecto, el decreto incluyó la eliminación de ciertos impuestos menores que gravaban a las exportaciones.

Los cambios en la configuración de la economía condicionaban la interpretación de la evolución reciente y la identificación de tendencias probables. Aunque sería exagerado afirmar que dejaron de valer en conjunto los patrones de conducta observados en el pasado, tanto a los efectos del análisis como de las propias decisiones económicas las previsiones se realizaban en un contexto nuevo; de ahí que tuvieran validez limitada las analogías con anteriores episodios.

En 1991 se observó un ordenamiento en la gestión del sector público; desde el punto de vista de las conductas privadas, la brusca caída en la inflación repercutió en un alargamiento del horizonte de las decisiones, mientras que se aflojaron las restricciones de liquidez y se percibió un refuerzo del "ánimo inversor". Sin embargo, esto fue todavía un proceso incipiente. Con la excepción de actividades como las de los servicios antes provistos por el sector público, no se perfilaban aún con nitidez las áreas productivas con dinamismo potencial y oportunidades de inversión macroeconómicamente significativas, en especial en sectores orientados hacia los mercados externos. Desde el punto de

aumentar las exportaciones no estaban todavía bien definidos, pero resultaba bastante claro que a corto plazo no se generaría un superávit importante en el intercambio de bienes. Ante ello cabían varias posiciones. Algunas enfatizaban los cambios internos y externos en el período reciente: según ellas, había margen para una variedad de adaptaciones microeconómicas que aumentaran fuertemente la competitividad de las empresas locales y, de cualquier modo, existía un acceso más fluido al crédito internacional que, unido al reflujo de fondos de residentes, haría posible financiar déficits en cuenta corriente, sin que peligraran los equilibrios macroeconómicos. En esta perspectiva, la apreciación real reflejaba la mejora en el panorama económico del país, más que un motivo de inquietud. Alternativamente, se señalaba que, si bien aquellos efectos podían actuar cualitativamente del modo descrito, la magnitud de su impacto quedaba en duda: no se debía contar con un financiamiento indefinido, y los corrimientos esperables en la oferta podían no compensar lo que -desde esta posición- se veía como una distorsión en los precios relativos. De ahí surgía una preocupación acerca de la consistencia entre el nivel de precios y el tipo de cambio o, indirectamente, entre este último y el volumen de gasto agregado.

En realidad, a efectos de discriminar la validez de ambas clases de argumentos no solo hacía falta considerar las tendencias inmediatas de la economía, sino también realizar conjeturas sobre conductas futuras, que no aparecían aún claramente delineadas. En todo caso, una de las cuestiones centrales era probablemente el efecto neto sobre las exportaciones de la coexistencia de un ámbito económico más predecible con una mayor absorción doméstica y precios relativos que parecían dirigir la atención de las firmas hacia el mercado local.

II. La evolución de la actividad económica

1. Las tendencias de la oferta y la demanda globales

El PBI se elevó en alrededor del 6%; como consecuencia, se recuperó buena parte de la caída que se había acumulado desde 1987. El producto por habitante, por su parte, registró un incremento cercano al 4.5%, luego de cuatro años de persistente declinación¹.

En los últimos años, la correspondencia entre períodos de desinflación y recuperaciones cíclicas resultó un hecho observado en diversas oportunidades. La recuperación de 1991 mantuvo esta asociación, pero tuvo características particulares en cuanto a la forma que adoptó y los mecanismos que problememente operaron. Desde el punto de vista de la conformación de la oferta global, un hecho destacado fue el brusco aumento de las importaciones de bienes y servicios (cerca de un 80%): aun si se tiene en cuenta la alta elasticidad cíclica de las compras al exterior, la variación registrada en 1991 resultó inusualmente rápida. Esto parece haber respondido, por un lado, a la intensa compresión de las importaciones en los años anteriores y, por otro, a los cambios que ocurrieron en los precios relativos y en la política comercial. En todo caso, si bien las importaciones mantuvieron una participación no demasiado elevada en la oferta total, su contribución al incremento durante 1991 tuvo una magnitud comparable con la del producto interno. Así, el abastecimiento total de bienes y servicios habría crecido a una tasa superior al 10%, lo que no ocurría en más de una década.

¹ Las estimaciones de la evolución de los agregados de las cuentas nacionales en 1991 se basan en información parcial, referida a cálculos a precios de 1986. Estos cálculos incorporan, además de un cambio de base, diversas modificaciones metodológicas con respecto a las series anteriores, a precios de 1970. No se ha publicado aún la información histórica obtenida a partir de la nueva metodología: los datos para 1991, por lo tanto, no resultan estrictamente comparables con aquellos disponibles para años anteriores. Los comentarios del texto reflejan tendencias generales que, presumiblemente, se observarían en series elaboradas con una u otra metodología.

La intensa reactivación de 1991 fue impulsada por el gasto interno (véase el cuadro 2): si bien el volumen de las exportaciones mostró un nuevo aumento (esta vez, de un 4%), la magnitud absoluta de su variación resultó pequeña frente a aquélla de la demanda agregada. Todos los grandes componentes de la demanda doméstica mostraron fuertes aumentos. El consumo total se elevó al parecer cerca de un 8%, es decir a mayor velocidad que el producto. De este modo, el coeficiente de ahorro bruto interno habría registrado una declinación; ello se explica por una caída en el ahorro privado, dado que se redujo el desequilibrio entre ingresos y gastos corrientes del gobierno. La expansión del consumo fue especialmente marcada en los bienes durables, tanto de origen nacional como importados. Por otro lado, se observó un alza muy significativa en la inversión; ésta obedeció a la sustancial recuperación de la construcción privada (en el rango de un 30%) y de las compras de equipos (del orden del 45%), que compensó con creces el poco dinamismo de la inversión pública. Esta evolución implicó que el coeficiente de formación de capital fijo se elevara netamente por encima de los bajos valores de los años previos, aunque se mantuvo una brecha de apreciable magnitud con respecto a los niveles de comienzos del decenio pasado.

Los marcados cambios operados en 1991 en el comportamiento de la demanda y la actividad real se mostraron principalmente a partir del segundo trimestre. Si bien ya durante el año anterior, una vez atravesados los episodios de hiperinflación, se habían observado signos de normalización de la oferta y de reanimación del gasto, las condiciones macroeconómicas se mantuvieron inestables. En los primeros meses de 1991, la actividad estuvo afectada por la ruptura del anterior régimen cambiario, que dió lugar a un aumento del grado de incertidumbre, con un menor poder de compra de los salarios y tasas de interés que (en febrero y marzo) fueron elevadas en términos reales. No obstante, la aceleración inflacionaria tuvo características menos agudas que en otros episodios; en particular, no se observaron perturbaciones graves en la oferta de bienes a corto plazo. De cualquier forma, la fijación del tipo de cambio indujo a partir de abril una visible modificación en las expectativas y en una variedad de conductas: en términos generales, se observó un incipiente alargamiento en el horizonte de decisiones, y una visible ampliación del crédito. La

caída en la tasa de interés, y la oferta de financiamiento en operaciones que antes requerían generalmente pago inmediato (e.g. compras de bienes de consumo durable, e incluso adquisición de viviendas) tuvieron un efecto apreciable sobre las ventas internas. Por otra parte, la revaluación de los activos físicos y financieros domésticos que fue tomando intensidad en el curso del año parece haber actuado sobre las percepciones de riqueza de muchos individuos, induciendo también un mayor gasto. Al mismo tiempo, la propia recuperación de la demanda, y la perspectiva de una evolución económica con menos sobresaltos, influyeron sobre la propensión a invertir, y llevaron a las empresas -en especial aquellas orientadas al mercado interno- a considerar proyectos de equipamiento. Aparentemente, el aumento de la inversión en el sector manufacturero respondió principalmente a la instalación de maquinaria dirigida a mejorar la productividad de los procesos y a reducir costos; la variación agregada habría reflejado una acumulación de proyectos relativamente pequeños en actividades existentes, más que a la apertura de nuevas líneas de producción. De cualquier modo, éste parece haber sido un comportamiento bastante difundido, que se sumó a las inversiones en áreas recientemente privatizadas en sectores como las comunicaciones y la extracción de combustibles.

2. La evolución de los principales sectores

El aumento del producto durante 1991 fue un fenómeno difundido entre las grandes ramas de actividad: todas las agrupaciones sectoriales incrementaron su valor agregado, si bien a tasas bastante disímiles (véase el cuadro 3).

Los sectores productores de bienes se expandieron alrededor de un 7%. Dentro de este grupo, se destacó por su intensidad la recuperación de la industria de la construcción, cuya actividad se había deprimido fuertemente en los tres años previos. Por su parte, el producto manufacturero se habría elevado en cerca de un 8%. Ello revirtió la tendencia declinante que se prolongaba desde 1987; sin embargo, los niveles alcanzados en 1991 se encontraban todavía significativamente por debajo de los máximos anteriores. El sector agropecuario creció nuevamente, aunque a una tasa menor que en

1990.

El producto de los servicios básicos subió a menor ritmo que el nivel general: si bien la generación de electricidad tuvo un incremento significativo, en consonancia con la mayor demanda, ese no fue el caso del transporte ferroviario. El aumento en el volumen de transacciones internas y en el comercio exterior repercutió en el sector de comercio, cuyo producto habría crecido cerca de un 8%; además, hubo una visible ampliación en la magnitud real de las transacciones financieras; en conjunto, ésto implicó que la actividad del agregado de los "otros servicios" subiera a una tasa similar a la del total de la economía.

2.1 El sector agropecuario

El producto agropecuario se elevó en alrededor del 2.5% (véase el cuadro 4). Ello implicó una desaceleración respecto del año anterior (cuando el incremento se aproximó al 10%); no obstante, el sector fue el único dentro de los productores de bienes cuyo valor agregado superó los máximos históricos. El crecimiento registrado en 1991 respondió a una mayor producción agrícola; en cambio, al parecer disminuyó el producto en las actividades pecuarias.

La cosecha de granos en la campaña 1990/91 alcanzó los 38 millones de toneladas, un 11% más que en el anterior ciclo agrícola (véase el cuadro 5). El incremento, que en el conjunto resultó de mejores rindes por hectáreas, estuvo difundido entre los principales productos; el grueso fue explicado por los cereales, y especialmente por el maíz. Pese a los buenos rendimientos físicos, la rentabilidad de algunos cultivos estuvo comprimida. Tal fue el caso del trigo, cuyo precio internacional se redujo marcadamente, y cuya cosecha tuvo lugar en buena parte antes de la depreciación cambiaria de comienzos de 1991.

En la campaña 1991/92 se observó una caída de alrededor de 6% en el área sembrada con los principales granos. La disminución se concentró en el trigo, mientras que se mantuvo aproximadamente la superficie dedicada a las oleaginosas. Sin

Cuadro 6

ARGENTINA. INDICADORES DE LA GANADERIA VACUNA

Período	Existencias (millones de cabezas)	Faena total	Tasa de extracción	Rendimientos (kg limpios por cabeza)	Proporción de hembras en la faena tipificada	Consumo per cápita (kg/hab/año)	Precios del novillo relativos a:	
			(a) (%)	(b)	(b) (%)		Precios industriales (c)	Precios del trigo (d)
							(Indices, 1983=100)	
1983	53.8	11.4	21.2	214.9	29.7	69.1	100.0	100.0
1984	54.4	12.2	22.4	209.0	32.2	76.5	100.2	107.7
1985	54.7	14.1	25.8	202.7	46.2	84.7	68.5	80.2
1986	53.5	14.8	27.7	203.9	45.5	89.2	97.0	109.8
1987	51.0	12.9	25.3	210.3	43.3	76.9	119.0	123.8
1988	50.3	12.2	24.3	216.3	39.4	72.4	94.1	83.6
1989	49.5	12.6	25.5	210.0	42.6	70.2	94.0	83.9
1990 (e)	49.0	12.4	25.3	216.0	40.9	70.8	75.6	86.3
1991 (e)	...	12.6	...	212.4	41.8	71.7	87.3	137.2

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

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

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

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

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

(e) Cifras preliminares y proyecciones.

embargo, se estimaba que la producción total de granos crecería levemente, gracias a una importante suba en los rendimientos en los cereales: éstos se habían elevado considerablemente por encima de los niveles de años anteriores, debido en parte a muy buenas condiciones climáticas. Como consecuencia, se habría obtenido una cosecha de trigo cercana a los 10 millones de toneladas, mientras que la de maíz superaría esa cifra. La producción de oleaginosas sería algo inferior a la de la campaña previa, en razón de la menor cosecha de girasol; la producción de soja -que tuvo una apreciable expansión en los últimos años- rondaría nuevamente las 11 millones de toneladas.

La producción de ganado vacuno no registró grandes cambios. La cantidad de cabezas faenadas se incrementó en alrededor del 1.5% (véase el cuadro 6), aunque ello fue compensado por el menor peso medio de los animales enviados al mercado. El aumento de la demanda interna se reflejó en el destino de la oferta: se observó un mayor consumo, mientras que se retrajeron las exportaciones. La demanda sostuvo un crecimiento de los precios relativos del ganado tanto con respecto a los bienes industriales como a los principales granos; sin embargo, las cotizaciones de los bovinos se elevaron proporcionalmente menos que el IPC en el promedio del año.

2.2 La minería

La producción de petróleo se elevó en un 2% (véase el cuadro 7), como consecuencia de la mayor actividad de empresas concesionarias, que compensó la caída en el volumen de extracción de Yacimientos Petrolíferos Fiscales. De esta forma, las concesiones representaron un 27% de la producción agregada, contra menos de un 3% en el año anterior. Por otro lado, se incrementó la extracción de gas natural; lo mismo ocurrió con la oferta total, pese a las menores importaciones.

A partir de comienzos del año rigió la desregulación de la actividad petrolera; esto implicó, en particular, la libre disponibilidad de crudo por los concesionarios y la liberación de precios, que alcanzó también a los subproductos. Asimismo, prosi-

guió el traspaso de la explotación de yacimientos a empresas privadas, tanto en áreas secundarias como centrales. El gobierno anunció que proyectaba la privatización de YPF; las modalidades de la operación se definirían en 1992. También estaba prevista la venta de la empresa Gas del Estado; el proyecto contemplaba dividir las actividades de transporte y comercialización. A fines de año, estaban en discusión las características del marco regulatorio que se aplicaría al sector una vez privatizado.

2.3 El sector manufacturero

El producto manufacturero habría crecido alrededor del 8% (véase el cuadro 8); si bien los niveles de actividad del sector en su conjunto fueron todavía más bajos que en algunos años de mediados de la década anterior, la evolución a lo largo de 1991 hacía presumible que en los meses siguientes continuara la rápida recuperación que tuvo lugar durante el período. Esta recuperación estuvo acompañada por cambios en el comportamiento de las distintas ramas industriales con respecto a los patrones observados previamente.

El sector industrial atravesó una larga fase contractiva, que se venía prolongando desde 1987. En esta caída actuaron efectos tanto de demanda como de oferta; los últimos fueron especialmente importantes en los episodios de hiperinflación. Al margen de las agudas fluctuaciones de corto plazo que marcaron los últimos años, era posible reconocer ciertas tendencias generales. En particular, la declinación alcanzó principalmente a las industrias dirigidas hacia el mercado interno y, en especial, a aquellas vinculadas con el consumo de bienes durables y la construcción. Por contraste, algunas actividades productoras de bienes intermedios reorientaron sus ventas hacia el exterior, de modo que su producción se contrajo en menor medida que el promedio o incluso (como en el caso de la siderurgia) llegó a aumentar. Esta configuración comenzó a variar en la última parte de 1990 y, con mayor claridad, en 1991.

La evolución de la industria en 1991 estuvo influida por varios estímulos. La menor incertidumbre macroeconómica facilitó la gestión de las empresas, y probablemente dio lugar a mejoras en la

empresas terminales a importar vehículos a bajos aranceles, en la medida en que realizaran exportaciones por un valor correspondiente; como parte del acuerdo sectorial, las empresas debían elaborar programas de inversión, volumen de producción y tipo de modelos a ser fabricados sobre un horizonte trienal. Por otro lado, se decidió la privatización de empresas siderúrgicas; los cambios de propiedad -en especial el de Somisa, la mayor firma del sector- estarían presumiblemente asociados con modificaciones en la configuración productiva de la rama. Durante 1991, además, se privatizaron varias compañías químicas, y se anunció la venta de las petroquímicas Bahía Blanca y General Mosconi, dos empresas de gran tamaño que elaboran, respectivamente, etileno y sustancias aromáticas.

2.4 El sector de la construcción

La actividad de la construcción tuvo una reacción apreciable, luego de varios años de sostenido descenso: si bien las obras públicas no mostraron dinamismo, la edificación de viviendas y, en general, las construcciones emprendidas por el sector privado registraron un fuerte aumento. La reactivación, que partió de deprimidos niveles del producto sectorial, tuvo su reflejo en los permisos de construcción, que se incrementaron (en términos de superficie) en un 65%, mientras que los despachos de cemento subieron algo más del 22%.

El sector de las obras privadas se había retraído por la caída en los ingresos de las familias y por la inestabilidad macroeconómica, que desestimuló la tenencia de activos en el país y perturbó los mercados de crédito al punto que, salvo los fondos relativamente escasos canalizados por entes financieros del gobierno, no existió el financiamiento para la compra de viviendas. En 1991, esos efectos actuaron en sentido inverso. Como consecuencia, la demanda de viviendas se incrementó fuertemente. Esto se manifestó en una abrupta suba en los precios de las propiedades lo que, a su vez, estimuló la iniciación de nuevas obras y la ejecución a mayor ritmo de las ya comenzadas. Asimismo, hubo también un aumento en la edificación para usos comerciales e industriales.

III. El sector externo

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

En 1990 se había registrado un superávit en la cuenta corriente del balance de pagos. Este hecho, excepcional para los patrones de comportamiento de la década anterior, no se repitió en 1991: la cuenta corriente volvió a ser deficitaria, en cerca de 2700 millones de dólares (véase el cuadro 9). La reversión del signo de la cuenta corriente obedeció principalmente a una brusca suba en las importaciones de bienes, que se duplicaron. Así, aunque considerando el año en su conjunto el superávit comercial (de 3900 millones de dólares) fue todavía significativo, su valor alcanzó a menos de la mitad que en el año previo. Al mismo tiempo, crecieron las importaciones de servicios reales, debido en gran parte a los mayores gastos en turismo. Por contraste, la caída en la tasa de interés internacional redujo la carga de los servicios financieros, pese a que se incrementó el déficit por utilidades y dividendos.

Uno de los fenómenos más notables observados en 1991 fue el cambio en la magnitud y en los determinantes de los movimientos de capital. Los ingresos de fondos se elevaron marcadamente: el saldo de la cuenta de capitales, que había sido muy pequeño en los dos años anteriores, creció de modo abrupto, a más de 5000 millones de dólares. En otras palabras, la transferencia neta de recursos al exterior pasó desde un valor muy elevado a uno cercano a cero. Como consecuencia, el superávit en el comercio de bienes y servicios reales se tradujo en gran medida en una acumulación de reservas: los activos del Banco Central en oro, divisas y colocaciones en divisas crecieron en más de 2500 millones de dólares.

La naturaleza de los flujos financieros se había ido modificando en la segunda parte del año anterior; la tendencia se reforzó nítidamente en 1991. Si bien el financiamiento por atrasos en los servicios de la deuda fue aún de cerca de 1800 millones de dólares -el gobierno mantuvo un tope de 60 millones de dólares para los pagos de intereses a los bancos comerciales- las entradas de capitales en concepto de privatizaciones e inversión directa

superaron netamente esas cifras. Por otro lado, el aumento en las importaciones estuvo asociado con una ampliación del crédito comercial. Los préstamos financieros a empresas y otros flujos de capitales privados, de diverso carácter, volvieron a arrojar un déficit (aunque sustancialmente menor que en 1990) en el conjunto del período. Sin embargo, en el cuarto trimestre, el saldo neto de esas operaciones fue positivo: esto confirmaba la impresión - perceptible por signos cualitativos desde meses antes- de que se estaba generando un sostenido movimiento de ingreso de fondos privados.

El reflujo de capitales se manifestó no solo en la Argentina, sino en una variedad de países de la región; en parte, la tendencia pareció atribuible a condiciones internacionales, especialmente la caída en las tasas de interés sobre colocaciones en dólares. Pero también influyeron, sin duda, los cambios en el contexto interno y, sobre todo, la menor incertidumbre macroeconómica y la fijación de la paridad de la moneda. Es decir que en 1991 hubo una reducción apreciable tanto del "riesgo país" como del "riesgo cambiario"; de ahí que se vieran incentivadas la compra de activos domésticos, y (de modo incipiente) la transferencia de recursos a colocaciones denominadas en moneda nacional. Los ingresos de capitales tuvieron un impacto macroeconómico apreciable, porque aflojaron algo la restricción de liquidez del sector público y facilitaron el financiamiento de la intensa suba en la demanda interna agregada.

Las operaciones de crédito externo del gobierno fueron de diversos tipos. Como se vió, las privatizaciones tuvieron una magnitud significativa, especialmente en la segunda parte del año. Por otro lado, hubo un financiamiento neto del Club de París, y se colocaron títulos en el euromercado por 500 millones de dólares; esto resultaba síntoma de una menor limitación en el acceso a recursos externos. Los organismos internacionales extendieron créditos por encima de las amortizaciones, aunque el saldo neto no fue elevado. En el caso del FMI, se registró una amortización neta. No obstante, la vigencia del acuerdo stand-by (que dió lugar a desembolsos por cerca de 500 millones de dólares) fue importante dentro del esquema general de política; el acuerdo se veía como paso previo a la negociación de un préstamo plurianual de "facilidades extendidas", con vistas a la regularización de la

deuda con los bancos privados en el marco del plan Brady. Esta deuda alcanzaba a cerca de 24.000 millones de dólares en concepto de capital, y 8000 por atrasos; en conjunto, alrededor del 55% del total de la deuda externa, que era de 60000 millones de dólares (véase el cuadro 10).

La evolución del balance de pagos a lo largo del año mostró, luego del sobresalto en los primeros meses -marcados por la depreciación y la caída de reservas- una nítida tendencia declinante en el saldo comercial, al tiempo que se incrementaban los ingresos de capitales y crecían las reservas. En términos cualitativos, este comportamiento se correspondía con una normalización de la economía tras un período de turbulencia: al reconstituirse los canales de crédito externo y disminuir el incentivo a mantener fondos en el exterior, ya no era requerido mantener superávits de comercio tan elevados. A corto plazo, parecía claro que la restricción externa se había aflojado considerablemente. Sin embargo, se manifestaban también algunas inquietudes acerca de la capacidad para sostener persistentes desequilibrios en cuenta corriente de gran magnitud mediante ventas de activos o acumulación de pasivos con el exterior. En última instancia, la cuestión parecía residir en que los mayores márgenes de decisión posibilitados por la disponibilidad de financiamiento externo dieran lugar a planes de producción y gasto tales que se incrementara la oferta futura, especialmente en sectores de bienes comerciados, a efectos de evitar la repetición de los ciclos de sobreexpansión de demanda y ajuste posterior.

2. La política cambiaria

Luego de un período de rápidas modificaciones en el régimen cambiario, durante 1990 se aplicó un sistema de mercado único, sin restricciones a la compraventa de divisas, donde el precio se determinaba en una flotación sucia. El Banco Central no estableció un criterio de intervención explícito; sus operaciones en el mercado atendieron al juicio período a período de las autoridades sobre la evolución del tipo de cambio y de los agregados monetarios, con pesos distintos según el momento. A partir de marzo de ese año se desarrolló (con algunos altibajos) una corriente de

del mercado de divisas no amenazó el mantenimiento del techo de la banda: el Banco Central no debió efectuar ventas, excepto en un breve lapso a principios de marzo. En conjunto, las operaciones de intervención en el intervalo en que funcionó la banda implicaron compras netas de moneda extranjera, superiores a las ventas realizadas en enero.

El régimen de convertibilidad estableció por ley la obligación del Banco Central de vender dólares (por cualquier concepto) a un precio de 10000 australes. De este modo, se convalidó la eliminación de controles de cambio decidida tiempo atrás, y se determinó taxativamente un valor máximo para el precio del dólar, sólo modificable por un acto legislativo. Si bien formalmente el sistema era asimétrico, en el sentido de que la ley prevenía contra devaluaciones, pero no contra revaluaciones, en la práctica quedaba claro que funcionaría como un tipo de cambio fijo dentro de un pequeño margen de variación. Es decir que la convertibilidad implicó un fuerte "anclaje" cambiario, con un esquema institucional referido a la determinación del tipo de cambio y de la política monetaria que iba dirigido a sostener el régimen y a aumentar los costos de abandonarlo.

La fijación del tipo de cambio se anunció por tiempo indefinido; aunque hubo opiniones diversas sobre las posibilidades de mantener la paridad en un plazo largo, el riesgo percibido de depreciación se redujo fuertemente. Las expectativas de que el tipo de cambio no tendría variaciones en un lapso más o menos prolongado (en comparación con los plazos de maduración típicos de los activos) indujo la liquidación de divisas y fue un factor importante en el marcado descenso en las tasas de interés domésticas. Aunque éstas quedaron por encima de las tasas internacionales, los rendimientos exigidos sobre colocaciones en moneda nacional fueron muy inferiores a las tasas observadas durante el período de flotación sucia en el año previo, y también resultaron más bajas que en episodios anteriores cuando se congeló el tipo de cambio. En todo caso, hasta fin de año hubo un persistente exceso de oferta de divisas, que fue absorbida por el Banco Central. Este comportamiento en el mercado influyó sobre las previsiones del público, de modo que se alargó el horizonte de tiempo sobre el cual se descartaba la perspectiva de devaluación.

A diferencia de otros programas, el plan de convertibilidad fijó el tipo de cambio sin que inmediatamente antes hubiera un salto en el precio de las divisas. Esto, sin duda, incrementó la rapidez de la desinflación. Al mismo tiempo, la paridad de 10000 australes por dólar, con un precio de mercado que se estableció algo por debajo, implicó un valor del tipo real de cambio (relativo al IPC) claramente inferior a las cifras típicas de los años recientes, aunque (por efecto de la depreciación de comienzos de año, que superó las subas de precios) más alto que el mínimo de diciembre de 1990. La inflación residual en los precios al consumidor dió lugar en los meses siguientes a una gradual caída en el poder de compra de las divisas, si bien no se revirtió totalmente el alza producida en enero y febrero. A lo largo del período, las autoridades buscaron combinar el mantenimiento del tipo de cambio nominal con mejoras en la paridad "efectiva" para las exportaciones, a través de reducciones de impuestos y de acciones dirigidas a bajar costos de servicios vinculados al comercio exterior, tales como el transporte y las operaciones portuarias.

La medición del tipo real de cambio y la interpretación de sus movimientos han generado en la Argentina un debate bastante intenso. Desde el punto de vista de la definición del precio relativo relevante, el tema tiene varios aspectos: el índice de precios internos utilizado como deflactor, la o las monedas de referencia al comparar poderes adquisitivos, y el efecto de la política tributaria sobre los costos de oportunidad de las divisas en diferentes tipos de transacción. De hecho, hay marcadas diferencias en los niveles y la evolución de las variables según el concepto que se utilice. Considerando las cifras de fines de 1991, la medida que se basa en una serie histórica del tipo de cambio con el dólar para operaciones financieras diversas o turismo (o el tipo paralelo, cuando hubo control de cambios), con el IPC como indicador de los precios domésticos, mostraba un nivel muy bajo, sólo superior a los de principios de los ochenta y los últimos meses de 1990. Por contraste, el tipo de cambio real no aparecía igualmente reducido cuando se efectuaba una comparación con la canasta de monedas de los principales socios comerciales, se deflataba por el IPM o se calculaba un tipo de cambio efectivo, teniendo en cuenta las variaciones en los impuestos y estímulos a la exportación (véase el cuadro 11). En este sentido, el tipo de

para un dado conjunto de precios. También se le asignaba importancia a los cambios inducidos más directamente por las políticas, mediante medidas sobre impuestos y regulaciones. Desde otras perspectivas, se señalaba que no se había producido todavía un emparejamiento de la tasa de inflación interna con la internacional, y que podían caber interrogantes sobre el dinamismo de la producción de exportables, mientras que la caída de barreras a las importaciones estimulaba la demanda de esos bienes; de ahí surgían aprensiones sobre la consistencia del vector de precios más allá del corto plazo. La discusión no parecía resoluble mediante la observación de variables presentes, porque se basaba en juicios sobre la respuesta futura ante los diversos impulsos micro y macroeconómicos que estaban actuando. Era claro que el "tipo de cambio sostenible" se había modificado, particularmente si se establecía la referencia con momentos de gran inestabilidad; resultaba menos obvio cuál sería la magnitud de ese corrimiento del "equilibrio", en comparación con el que ya mostraba la estructura de precios.

3. El comercio exterior

3.1 La política comercial

Durante 1991 se afirmó el movimiento hacia la disminución de impuestos y restricciones al comercio exterior. En materia de exportaciones, a partir de marzo quedaron eliminados los derechos sobre las ventas al exterior de productos primarios, con la excepción de gravámenes del 6% sobre el girasol, la soja y el lino; en noviembre, se anuló el "derecho de estadística" del 3% que se aplicaba al conjunto de las exportaciones. Por otro lado, el gobierno modificó las características de los títulos entregados a los exportadores en concepto de reintegros; los nuevos bonos estarían denominados en moneda extranjera. Asimismo, se redujo el plazo para la devolución del IVA. En cuanto a los aranceles a la importación, éstos fueron fijados en abril en cuatro categorías: cero para materias primas y maquinarias, 11% para bienes intermedios, 22% para la mayor parte de los bienes de consumo, algunos de los cuales (como los electrónicos) se gravaron en 35%.

Más tarde, se efectuaron pequeñas correcciones sobre esas escalas, que tendieron a reducir la dispersión: se aplicó un impuesto del 5% sobre artículos que ingresaban libres de aranceles, mientras que, en la franja siguiente, el impuesto del 11% se elevó en dos puntos. Asimismo, se eliminaron restricciones cuantitativas, lo que tuvo efectos apreciables. Como importante excepción, se estableció un régimen especial para los ingresos de automóviles, que definió cupos sobre el ingreso de modelos no producidos en el país (que se otorgarían a través de licitaciones), y autorizó a las empresas terminales a realizar importaciones con un arancel del 2% por un valor asociado con sus exportaciones programadas; los modelos abastecidos por las terminales podrían ser importados por terceros con un impuesto del 22%.

La integración comercial entre la Argentina y el Brasil había venido avanzando desde tiempo atrás; en 1990, se había decidido la conformación de un mercado común entre los dos países. Esto se formalizó en 1991 a través del tratado constitutivo del Mercosur, que también incluye al Paraguay y el Uruguay. El tratado contempló el establecimiento de un sistema de preferencias comerciales gradualmente crecientes, que culminaría a finales de 1994 con la eliminación de derechos aduaneros y restricciones al comercio entre los socios y la fijación de un arancel común para las importaciones desde terceros países.

En 1991 se prolongó la tendencia a un aumento gradual de la participación del Brasil en el conjunto del comercio argentino. Pese a que se registró una significativa revaluación real del austral con respecto al cruzeiro, las exportaciones argentinas a ese país se elevaron a cerca de 1500 millones de dólares; esto representó un 12.5% del total, comparado con solo un 6% a mediados de la década anterior. Las importaciones desde el socio regional, por su parte, crecieron algo menos que aquéllas desde el resto del mundo, si bien su participación permaneció en cerca de un 17%.

3.2 Las exportaciones

El valor de las exportaciones de bienes declinó alrededor de un 3%, luego de tres años de fuerte incremento (véanse los

cuadros 12 y 13). En el agregado, la caída obedeció a una disminución en los precios; el volumen exportado registró un nuevo aumento, cercano al 5%. De esta forma, el quantum de las exportaciones más que duplicó las cifras de una década atrás (véase nuevamente el cuadro 12). Desde el punto de vista de la composición de las ventas al exterior, durante 1991 crecieron las exportaciones de origen agrícola, particularmente de productos oleaginosos; en cambio, se retrajeron significativamente las salidas de bienes "no tradicionales" (compuestas principalmente por artículos manufacturados de base no agropecuaria). Estas últimas, que habían adquirido una magnitud apreciable en los últimos años, redujeron su valor en cerca de un 13%, si bien siguieron representando cerca de un 35% del total, o un 28% si se excluyen los combustibles.

El retroceso de las cotizaciones internacionales alcanzó a todas las categorías de productos agrícolas pampeanos, especialmente a los cereales. De este modo, cayeron los precios del trigo, el maíz y el sorgo (en un 21%, 7% y 3%, respectivamente); por contraste, se incrementaron los volúmenes embarcados, excepto en el caso del trigo, cuyo saldo exportable se redujo (véase el cuadro 14). También se observó una disminución en los precios de los aceites y semillas oleaginosas; sin embargo, el aumento en los volúmenes implicó un alza cercana al 20% en el valor de las ventas. Como consecuencia, este rubro siguió incrementando su participación en las exportaciones totales, la que rozó un 30%. Este comportamiento obedeció principalmente a la buena evolución de las exportaciones de soja y subproductos, que compensó la caída en algunos aceites.

Las exportaciones de productos pecuarios se redujeron en alrededor de un 6.5%, luego de dos años de rápido incremento. Las ventas de carnes bajaron un 4% en 1991, pese a los buenos precios internacionales; en ello influyó probablemente la mayor demanda interna. Se observaron caídas tanto en los productos de menor elaboración como en las carnes preparadas; la tendencia alcanzó a artículos como el corned beef y los cortes especiales, que habían mostrado crecimientos significativos en períodos recientes. Por su parte, se registró una baja de más del 25% en las exportaciones de lanas, por el efecto combinado de menores volúmenes y precios; se destacó la disminución de las ventas de lanas sucias. Las exporta-

ciones de cueros mostraron una pequeña alza, tras la suba de casi un 30% en el año anterior. En el grupo de productos de la pesca, se acentuó la tendencia creciente, con un aumento de cerca del 25%.

Entre 1988 y 1990 se había verificado una fuerte expansión de las ventas al exterior de productos manufacturados no tradicionales, que acumuló casi 80% en ese período. Así, esas exportaciones (excluyendo combustibles) habían alcanzado en 1990 a alrededor de los 4000 millones de dólares. Esta evolución había estado influida en parte por la retracción del mercado interno, aunque también parecía revelar una mayor orientación hacia afuera de algunos sectores, especialmente entre los productores de bienes homogéneos de uso intermedio. En 1991, con una demanda local en recuperación e incentivos de precios más débiles, se registró una merma en esas exportaciones, aunque sin revertir el alza producida previamente. Dentro del conjunto de las manufacturas no tradicionales, continuaron en suba las exportaciones de maquinarias, que se acercaron a los 800 millones de dólares; por contraste, declinaron fuertemente las ventas de productos de papel, metales no ferrosos y artículos de caucho, mientras que las de bienes alimenticios, productos siderúrgicos y químicos mostraron caídas de menor intensidad. También se redujeron las exportaciones de combustibles, en especial las de gas oil y fuel oil.

3.3 Las importaciones

Las importaciones se elevaron abruptamente en 1991, al punto que casi duplicaron a las del año previo, y alcanzaron un valor sólo superado a comienzos de la década anterior (si bien, teniendo en cuenta la variación acumulada de los precios, su volumen fue aún considerablemente más bajo que en aquél período). El aumento registrado en 1991 obedeció a las mayores cantidades adquiridas, dado que los precios tuvieron una variación muy leve (véase el cuadro 12). La suba en los valores importados alcanzó a todas las categorías de artículos. En términos proporcionales, se destacó el alza en las compras de bienes de consumo, que se quintuplicaron; sin embargo, estos bienes representaron todavía menos del 15% del total importado (véase el cuadro 15). Por su

parte, las importaciones de bienes de capital rondaron los 1500 millones de dólares, con un crecimiento superior al 150%. También se observó un incremento significativo, aunque menos brusco, en las compras de combustibles (que variaron cerca de 90%) y bienes intermedios (65%). El alza en este último conjunto de productos fue generalizada: los aumentos se ubicaron en un rango entre alrededor de un 45% para los insumos químicos hasta más de un 250% para los productos textiles, mientras que las importaciones de productos metálicos, y de manufacturas de plásticos y caucho, se duplicaron aproximadamente. Este comportamiento parecía no sólo una respuesta a impulsos de corto plazo, sino también un signo de un cambio tendencial en la configuración del comercio exterior, con una mayor participación de las importaciones en la oferta de bienes, como consecuencia de la apertura. En todo caso, a lo largo de 1991 se observó una evolución creciente de las importaciones totales, que pasaron de un valor de 1300 millones de dólares en el primer trimestre a algo más de 2800 en el cuarto.

IV. Los precios, los salarios y el empleo

1. Los precios

La inflación se atenuó marcadamente en 1991. La variación acumulada del IPC (84%; algo más del 5% mensual) fue la más reducida en el último quinquenio; resultó tajante el contraste con los dos años previos, signados por brotes de hiperinflación (véase el cuadro 16). Por otro lado, las alzas de precios se moderaron con nitidez luego de la aceleración del primer bimestre y, especialmente, una vez que se inició el programa de estabilización en abril. Así, los aumentos del IPC promediaron un 2.4% mensual entre abril y diciembre, y solo 0.8% en el último trimestre. Estos resultados indicaban una neta modificación en el régimen inflacionario, si bien todavía no daban una señal clara de convergencia a valores internacionales de la tasa de aumento de precios.

Luego del episodio hiperinflacionario de comienzos de 1990, la tasa de inflación se había reducido fuertemente: en el último trimestre de ese año, el crecimiento del IPC superó solo por poco el 6% mensual. La desinflación, basada en un estricto control de la gestión de caja del gobierno, estuvo acompañada por visibles adaptaciones en las conductas de formación de precios y salarios. Así, se fueron reduciendo las frecuencias de ajuste y -en un contexto de apreciación real de la moneda- los precios domésticos se desvincularon de las oscilaciones a corto plazo de la cotización de las divisas. Sin embargo, el abandono gradual de prácticas típicas de la hiperinflación no implicó el desarrollo de expectativas y comportamientos adaptados a la estabilidad: si bien no hubo un retorno generalizado a la aplicación de esquemas de indexación mecánica, la inflación parecía mostrar resistencias a una baja ulterior. Por otro lado, hacia fines de 1990, la política antiinflacionaria mostraba signos de fragilidad, teniendo en cuenta las presiones subsistentes sobre las finanzas públicas y los bruscos movimientos en los precios relativos -que, en particular, se reflejaban en una rápida caída en el tipo real de cambio.

Esa fragilidad se puso de manifiesto en los primeros meses de

1991, ante la reversión de la tendencia en el mercado de cambios, que dió lugar a un alza de casi el 90% en el precio del dólar entre promedios de febrero y del diciembre anterior. De cualquier modo, el episodio no alcanzó la intensidad de las corridas cambiarias de años previos; tampoco se reprodujeron las reacciones en los mercado de bienes observadas en esos casos. La respuesta de los precios mostró algún rezago: en enero, el IPC se aceleró, pero su variación no superó todavía el 10%. La tasa de inflación máxima se alcanzó en febrero, cuando al empuje cambiario se agregó un fuerte aumento en las tarifas públicas, en un clima de incertidumbre sobre la futura evolución macroeconómica. El alza de precios (27% en el IPC, y de 38% en el IPM) tuvo una magnitud comparable a la de períodos de alta inflación.

Sin embargo, estos aumentos no alcanzaron niveles hiperinflacionarios ni se observaron perturbaciones agudas en la oferta de bienes o en la operación del sistema de precios; en particular, éstos no volvieron a "dolarizarse" en forma difundida. Retrospectivamente, el salto de la inflación a comienzos de 1991 tuvo el carácter de un brusco ajuste en los precios, que no llegó a configurar un proceso acumulativo; el episodio generó turbulencias, pero no motivó expectativas de que la política económica quedara sin capacidad de reacción en la coyuntura. De hecho, la depreciación cambiaria se interrumpió ya en febrero; tras un breve intervalo se detuvo el incremento en los precios mayoristas, mientras que el IPC se desaceleró, si bien su variación en marzo (11%) fue aún significativa.

Los movimientos de precios relativos en el primer bimestre del año siguieron cualitativamente un patrón típico de los períodos de ajuste cambiario. De tal forma, los precios de los bienes (especialmente los de origen industrial) aumentaron más rápidamente que los servicios, pero menos que el tipo de cambio. Sin embargo, estas variaciones revirtieron solo parcialmente los cambios observados durante el año anterior; en particular, los servicios se mantuvieron en valores históricamente elevados en relación con los bienes manufacturados.

El programa de convertibilidad se propuso cortar drásticamente la inflación: su objetivo fue generar un cambio permanente en los

comportamientos. No obstante que el programa ponía énfasis en el efecto conjunto del anclaje cambiario, la reducción del déficit público y la apertura comercial, también se emplearon acciones para inducir más directamente la desaceleración de los precios. Estas medidas de transición excluyeron el empleo de controles administrativos: las autoridades efectuaron acuerdos con grupos de empresas, que contemplaban la fijación o la rebaja de los valores de venta. Los acuerdos se realizaron con diversos sectores industriales, en ramas productoras de bienes de consumo durables, insumos y alimentos; en ciertos casos ellos implicaron disminuciones en la carga impositiva. Al margen de estos elementos, estaba implícito el criterio de que la menor incertidumbre macroeconómica haría innecesaria la aplicación de "márgenes preventivos" por parte de las firmas; la política buscaba que esto quedara reflejado desde ya en los precios de un conjunto de grandes firmas.

El inicio del plan de convertibilidad dio lugar a una caída súbita en la tasa de inflación; más tarde, en agosto y noviembre, se observaron nuevas inflexiones descendentes. Así, el aumento del IPC promedió 3.5% mensual entre abril y julio, 1.5% entre agosto y octubre, y 0.5% en los dos últimos meses del año. Las variaciones de los precios al por mayor también mostraron una evolución declinante, pero a partir de tasas significativamente más bajas: el alza acumulada en el IPM entre abril y diciembre fue de solo el 2.8%, con una caída nominal en el último bimestre (véase el cuadro 17). De esta forma, a semejanza de lo observado en anteriores episodios, la "inflación residual" estuvo concentrada en los precios al consumidor, en especial en aquellos de los bienes alimenticios y algunos servicios, mientras que los precios mayoristas de los bienes industriales registraban movimientos muy leves.

El deslizamiento de precios no obedeció a una inercia de tipo indexatorio, ni tampoco indujo un retorno de prácticas de ajuste automático. Las alzas estuvieron dadas principalmente por firmas poco expuestas a la competencia externa, que enfrentaban una demanda creciente: en el agregado, los precios se movieron a la zaga del gasto nominal.

activos reales como los inmuebles. Por cierto, estaban ocurriendo apreciables cambios reales en la economía -la apertura comercial y la misma caída en la inflación, además de una gran variedad de efectos microeconómicos debidos a modificaciones en las políticas fiscales y de regulación- que necesariamente tendrían influencia sobre los precios relativos. También actuaban impulsos a más corto plazo, como el incremento de la demanda interna. No resultaba una cuestión sencilla especificar si el comportamiento observado de los precios constituía una respuesta de equilibrio a esos cambios, o bien se habían producido sub o sobre-ajustes que requerirían una posterior corrección. Este tema formaba una de las principales materias en las discusiones sobre las perspectivas económicas.

2. Los salarios y el empleo

El incremento en el volumen de producción agregada y la caída en la tasa de inflación repercutieron en el mercado de trabajo. Sin embargo, las remuneraciones reales no recuperaron las pérdidas registradas previamente. Si se utiliza la definición convencional (deflactando los ingresos por los precios del mes de devengamiento), el salario real medio en el conjunto de la economía habría disminuido alrededor de un 5% en 1991; no obstante, el poder de compra de los salarios se vio incrementado por la menor erosión durante el período de gasto, al moderarse las alzas de precios: las mediciones que contemplan este efecto indican aumentos en el orden del 1% con respecto a los valores promedio de 1990 (véase el cuadro 18). De cualquier modo, independientemente del método de cómputo, los salarios reales habrían permanecieron en niveles netamente inferiores a los percibidos antes de las recientes hiperinflaciones. Por otra parte, a finales de 1991, el salario real por ocupado quedó por debajo de los valores de un año atrás, excepto en el sector público, donde hubo un repunte, a partir de niveles bajos.

Los salarios reales habían venido registrando amplias fluctuaciones. En el brote hiperinflacionario de comienzos de 1990, el poder de compra salarial se deprimió nuevamente; en los meses siguientes, se produjo una marcada recuperación, que duró hasta terminar ese año. El régimen de determinación de salarios reflejó

las características transicionales del período: a la salida de la hiperinflación se alargaron los intervalos entre ajustes, pero no se estableció todavía un patrón definido sobre su duración y sobre los criterios para fijar el monto de los aumentos; en todo caso, no se volvió a la práctica de utilizar la indexación retrasada, aunque probablemente la inflación de los meses anteriores fue una referencia en las negociaciones.

En los primeros meses de 1991 se registró un nuevo movimiento descendente en las remuneraciones reales. El episodio fue breve, y no llegó a inducir cambios apreciables en los mecanismos salariales; como ha sido usual en los casos de depreciación abrupta, la variación de los salarios nominales se aceleró, pero menos que la de los precios. Sin embargo, se concedieron aumentos significativos en la administración pública, que implicaron una mejora en términos reales a lo largo del primer trimestre.

El programa de convertibilidad no adoptó inicialmente medidas específicas sobre los salarios en el sector privado, al margen de que se prohibió la aplicación de cláusulas explícitas de indexación por precios. De todos modos, rápidamente se produjo una desaceleración en los aumentos de salarios: en el segundo trimestre, las remuneraciones nominales en el sector privado crecieron aproximadamente a un ritmo medio del 3.7 % mensual, bien por encima de la variación del IPM o del tipo de cambio, pero a una tasa claramente inferior a la del período reciente. Es decir que, aunque en conjunto los salarios no se estabilizaron, no se observó en esta oportunidad un comportamiento inercial muy marcado. Al mismo tiempo, el menor desgaste debido a la inflación se reflejó en el poder de compra de los salarios. No obstante, este efecto no alcanzó a compensar el desfasaje producido a comienzos del año, de modo que la capacidad adquisitiva de las remuneraciones quedó por debajo de los niveles de los últimos meses de 1990.

La demanda de trabajo se incrementó a partir de abril, acompañando a la suba en el gasto interno y en el producto. Al parecer, la respuesta de muchas empresas industriales ante los signos de mayor actividad fue aumentar las horas trabajadas, más que asumir la "irreversibilidad" de contratar nuevo personal. Sin embargo, la oferta de empleos -a juzgar por indicadores como los

avisos publicados en la prensa- mostró alzas significativas, en el sector manufacturero y en ramas como la construcción y los servicios. La absorción de mano de obra compensó el menor empleo en el sector público nacional. Aunque en julio la tasa de desocupación en un conjunto de ciudades era todavía más alta que en octubre de 1990, hubo una importante caída en el desempleo en la segunda mitad del período: la tasa medida en zonas urbanas en octubre fue del 6.0%, casi un punto menos que tres meses antes, y la cifra más baja en cuatro años (véase el cuadro 19).

La recuperación del empleo no dio lugar a un empuje de salarios privados: en el segundo semestre, éstos acompañaron aproximadamente la evolución del IPC. Probablemente, los promedios enmascaren comportamientos disímiles, entre ocupaciones cuyos salarios nominales permanecieron sin variación, y otras donde hubo ajustes de cierta magnitud. En todo caso, el poder adquisitivo de los salarios no mostraba, en conjunto, una tendencia definida a finales del año. Pero, teniendo en cuenta los apreciables movimientos en los precios relativos, el deslizamiento de los salarios nominales había implicado un incremento significativo frente al tipo de cambio y a los precios industriales. La perspectiva de que los aumentos de los precios al consumidor se realimentaran a través de correcciones salariales llevó a un endurecimiento de la política: el gobierno emitió un decreto que limitó a las convenciones colectivas a negociar ajustes en concepto de mejoras en la productividad.

En términos más generales, durante 1991 estuvieron en discusión aspectos importantes del régimen de contratación laboral. Uno de los puntos en debate fue un eventual pasaje de la determinación de salarios y condiciones de trabajo por rama de actividad a la negociación de convenios por sectores más restringidos o por empresa. Asimismo, se sancionó la "ley de empleo", que incluyó el reconocimiento de la modalidad de contratación por tiempo determinado, así como la fijación de topes a las indemnizaciones por despido y reformas al régimen de compensaciones por accidentes de trabajo.

V. La política fiscal y monetaria

1. La política fiscal

La administración fiscal dió lugar a una intensa actividad de política económica a lo largo de 1991. Uno de sus aspectos principales fue la búsqueda de medios sostenibles para corregir el déficit público, que había adquirido una gravedad extrema en años recientes, ante la aguda escasez de medios de financiamiento. Aunque las acciones con ese propósito fueron de diverso tipo, en 1991 cobraron especial importancia las medidas dirigidas a modificar la estructura y la gestión del sistema impositivo. Por otro lado, la redefinición en curso de los alcances del sector público -y, en particular, del gobierno central- se manifestó en iniciativas referidas al régimen de seguridad social y a la distribución de responsabilidades del estado nacional y las provincias en materia de prestación de servicios; asimismo, prosiguieron las privatizaciones, y se programó la transferencia, a breve plazo, de un amplio espectro de empresas y actividades.

La necesidad de financiamiento del sector público nacional - administración nacional, sistema de seguridad social y empresas públicas- se contrajo significativamente, a 2.2% del PBI, en comparación con más de 5% en el año anterior. (Véase el cuadro 20). Si se excluyera a los ingresos de capital del cómputo de los recursos, el concepto de desequilibrio resultante habría alcanzado a 3.8% del PBI, la cifra más baja en un decenio. La disminución en la demanda de crédito del sector público reflejó el crecimiento en los recursos captados: los ingresos corrientes del gobierno nacional se incrementaron en un 2,8% del PBI (de 17.7 a 20.5% del PBI), mientras que los recursos de capital (constituidos principalmente por ingresos derivados de privatizaciones de empresas y servicios) aportaron 1.7% del PBI, 1.4 puntos más que en el año anterior. Se destacó el aumento en los recursos tributarios del gobierno nacional, que superaron el 19% del PBI. Por su parte, los gastos corrientes se elevaron, a partir de niveles comprimidos, como consecuencia de las mayores transferencias jubilatorias y del aumento de los aportes del gobierno central a las provincias; esto último derivó de la más alta recaudación de impuestos copartici-

pados. Si bien se redujo la magnitud del empleo -lo cual implicó gastos extraordinarios en conceptos de indemnizaciones- no se registraron grandes variaciones en las erogaciones en personal. Las inversiones reales del gobierno nacional y empresas cayeron nuevamente; el monto, de alrededor del 2% del PBI, fue bajo en comparación con los registros de años previos (Véase, nuevamente, el Cuadro 20).

Los brotes hiperinflacionarios de 1989 y comienzos de 1990 habían estado asociados con una grave crisis de las finanzas públicas y abruptos movimientos en la demanda de activos. Estos se mostraron en la caída de los saldos monetarios reales y la poca predisposición del sector privado a mantener deuda pública. Así, se generó un estado asimilable a una bancarrota, que llevó en particular a una refinanciación compulsiva de pasivos del gobierno y del banco central. Estas condiciones dejaban muy poco margen para sostener déficits fiscales sin que se generaran respuestas explosivas. En 1990 se aplicó una severa política de contención del déficit de caja del gobierno, basada principalmente en una estricta gestión del gasto y de los pagos.

Esta política permitió cortar el financiamiento monetario del gobierno, y fue un elemento central en la caída de la tasa de inflación a lo largo de ese año. Sin embargo, se trataba de un ajuste a corto plazo, con limitaciones más allá del manejo de emergencias. Con una configuración dada del aparato impositivo, la inestabilidad económica -que aún persistía, si bien lejos del dramatismo de los episodios de hiperinflación- y el todavía bajo nivel de actividad frenaban la recuperación de los ingresos públicos. Ello forzaba a mantener comprimidos los gastos, lo cual, al margen de los efectos sobre la asignación de recursos y la provisión de servicios, daba lugar a tensiones, que impedían consolidar las expectativas. Las demandas más urgentes por recursos adicionales provinieron del sistema de jubilaciones y las provincias. A finales de 1990, esos requerimientos fueron atendidos por medio de créditos de la banca oficial; la percepción de que se había relajado el control sobre la gestión fiscal y monetaria contribuyó a inducir la aceleración inflacionaria en los primeros meses de 1991.

total. Aunque la deuda documentada del gobierno iba a estar sujeta a una brusca suba, por la emisión de bonos destinados a instrumentar pasivos con jubilados y proveedores, esos papeles eran de larga maduración. Por otra parte, a lo largo del año se observó un nítido aumento en la cotización de los títulos públicos y un incipiente aflojamiento de la restricción del gobierno en el acceso al crédito; un indicador de ello fue la colocación de bonos en el euromercado.

A lo largo de 1991 se observó una clara tendencia al aumento de la recaudación impositiva, acompañada de cambios en su composición. En este sentido, hubo una marcada caída en los gravámenes al comercio exterior. Por contraste, crecieron los aportes al sistema de seguridad social, producto de un incremento en las alícuotas, de un mayor nivel de empleo y, probablemente, también de una menor evasión. De todos modos, el fenómeno más significativo fue la evolución de los impuestos sobre las transacciones, cuyo valor real (relativo al IPC) se elevó en cerca del 50%. En particular, los ingresos derivados del IVA tuvieron un muy fuerte aumento, que se aceleró en la última parte del año. Este impuesto, que apuntaba a constituirse en el centro del sistema tributario, había sido generalizado a un conjunto de actividades antes exentas, y fue objeto de intensa acción para mejorar el grado de cumplimiento; era previsible que esto resultaría en incrementos ulteriores en los ingresos fiscales. Asimismo, se definieron modificaciones en el impuesto a las ganancias -que implicaron, en especial, la adopción de la renta mundial, y no ya aquella de fuente doméstica, como base gravada- y se estableció un nuevo impuesto sobre los activos personales. Por otro lado, se programó la eliminación del impuesto a los débitos bancarios. Sin embargo, todavía no se había establecido una configuración definitiva para la estructura tributaria. A fines de año, estaba en debate la aplicación de un impuesto sobre el superávit bruto de explotación (valor agregado neto de la masa salarial). El impuesto, cuya introducción enfrentaba resistencia, estaba proyectado como sustituto de las contribuciones patronales a las cajas jubilatarias.

La operación y el financiamiento de la seguridad social fueron un foco de atención en el período. De hecho, el sistema vino

conjunto de las provincias, aunque sin llegar a anularse. En base a la tendencia de la recaudación impositiva, se decidió descentralizar parte de los servicios de educación y salud, transfiriéndolos a las provincias; los recursos correspondientes se originarían en el incremento de ingresos en impuestos coparticipados, el IVA en particular.

La privatización de empresas y de actividades desarrolladas por el Estado continuó con impulso. En 1991, se efectuaron nuevas concesiones de yacimientos petroleros y se transfirieron servicios ferroviarios; además, el gobierno nacional vendió en el mercado las acciones que conservaba de una de las compañías telefónicas (equivalente a 30% del paquete de la empresa); la operación similar con las acciones de la restante empresa de teléfonos se dejó para comienzos de 1992. Además, se estableció una tupida agenda de privatizaciones para 1992 y 1993; las áreas involucradas incluían la provisión de energía eléctrica, la producción y distribución de gas natural, el servicio de agua corriente, los correos y telégrafos, el transporte ferroviario, la siderurgia y la industria química. Es decir que las ventas alcanzarían a una gran variedad de entes en prácticamente todos los sectores donde existían empresas estatales; se preveía que la recaudación por esas operaciones representaría un monto considerable en la forma de pagos al contado y de rescate de papeles de deuda.

Es posible considerar al traspaso de actividades al sector privado desde varios puntos de vista. Las privatizaciones pueden funcionar como instrumento sobre las expectativas, en tanto signos de una actitud genérica hacia la reducción del ámbito de intervención estatal. Esto jugó un papel destacado en las operaciones realizadas en años recientes: la rapidez de ejecución parece haber primado sobre otras consideraciones. La búsqueda de un "efecto de señal" disminuyó su importancia a medida que se reforzaron las percepciones sobre la orientación de las políticas. En términos de la gestión a corto plazo, las privatizaciones sustituyen a otras formas de financiamiento, como fuente de recursos líquidos o como mecanismos para canjes de deuda por activos. De hecho, las ventas de bienes y derechos de operación movilizaron cuantiosos fondos y previsiblemente lo seguirían haciendo, no sólo por la magnitud de los activos a ser

actividades sujetas a monopolios naturales.

Durante 1991 se perfilaron también cambios en el ámbito de la administración central y de los organismos dependientes de ésta. En tal sentido, continuó la reducción del empleo en el gobierno nacional; por otra parte, el "decreto de desregulación" estableció la disolución de una variedad de entes -tales como las juntas nacionales de granos y carnes- y, como se vió, se decidió la transferencia de servicios a la jurisdicción provincial. Más allá de estas acciones, y del ordenamiento en la gestión -que se manifestó, en particular, en el envío al congreso del presupuesto correspondiente a 1992 en el plazo previsto- seguía vigente la discusión sobre el modo de conciliar las restricciones en la disponibilidad de recursos con la demanda por servicios, especialmente en las áreas sociales.

2. La política monetaria

En los últimos años, fueron notorias la estrechez de los mercados de activos domésticos y las graves dificultades para financiar al gobierno. Como reflejo, la política monetaria operó con instrumentos poco afinados, y fue subsidiaria de las demandas fiscales. De hecho, en muchos períodos primó el aspecto "cuasi-fiscal" de las transacciones del Banco Central (es decir, éstas funcionaron como mecanismo para efectuar transferencias entre sectores, más que como medios para regular la liquidez), y los intentos por desvincular el crecimiento de los agregados monetarios de los movimientos del déficit público mostraron rápidamente sus limitaciones. O sea que, en los hechos, el Banco Central actuó como "seguidor" respecto de la política fiscal y, al margen de vaivenes a corto plazo, acomodó las presiones que se ejercían sobre aquélla.

El régimen de convertibilidad puesto en operación en 1991 tuvo entre sus propósitos principales el de modificar la naturaleza de ese "juego" de políticas: se trató de pre-determinar los mecanismos de creación monetaria de un modo que se cortara el acceso del gobierno al crédito del Banco Central y se indujera un ajuste permanente de la política fiscal a esa restricción. En algún

sentido, ello implicaba una inversión de roles con respecto a la relación tradicional, dado que la organización monetaria se convertía en un "punto fijo", al cual debería en principio adaptarse la gestión fiscal, y no al revés. Sin embargo, esto no concedió mucho mayor autonomía a la política monetaria: los márgenes de acción del Banco Central quedaron estrictamente sujetos por el esquema de convertibilidad.

La introducción de este sistema representó una clara toma de posición de las autoridades en dos dimensiones de los debates sobre las instituciones monetarias: se eligió un régimen basado en reglas taxativas (lo cual, implícitamente, privilegiaba el "anclaje de expectativas" frente a la flexibilidad ante contingencias) y en el control de las variables nominales a través de la fijación de un precio -el tipo de cambio- antes que por el manejo de algún agregado monetario. Ambos aspectos de la reforma -el establecimiento de un "patrón dólar" y el requisito de que la base monetaria tuviera respaldo en activos externos- tenían el carácter de señales, dirigidas a indicar la existencia de un quiebre drástico con respecto al período hiperinflacionario, cuando la moneda nacional había corrido el riesgo de colapso.

Los episodios de hiperinflación habían estado asociados con rápidos movimientos en la oferta y demanda de activos. Algunos de sus efectos fueron perdurables. El corrimiento de cartera hacia las divisas a finales de 1989 reflejó una abrupta caída en la demanda por depósitos que, a su vez, en buena proporción tenían como contrapartida a activos de las entidades financieras contra el Banco Central: era como si el público estuviera repudiando de hecho esa forma de deuda del gobierno. En respuesta, las autoridades decidieron la conversión de depósitos a plazo fijo en bonos externos y, al mismo tiempo, cancelaron los pasivos remunerados del Banco Central. El "plan Bonex" implicó, por un lado, una brusca disminución en el volumen de fondos manejados por el sistema bancario y, por otro, un cambio importante en el volumen y las características de la deuda pública interna. Así, varió la titularidad de los pasivos (dado que el Banco Central se desprendió de deuda, mientras que el gobierno emitió nuevos bonos), y su plazo de maduración se alargó considerablemente; además, los devengamientos sobre los títulos recién emitidos dependían del tipo

de cambio, y no de la tasa de interés interna. De ahí que la situación fiscal se desvinculara en parte de la evolución a corto plazo de los mercados de activos domésticos, y que esa relación cambiara de forma, al modificarse el plazo y la denominación de la deuda.

Luego del brote hiperinflacionario de comienzos de 1990, el ajuste de caja en el sector público había permitido que se desacelerara la expansión de la cantidad de dinero. Además, la caída en la inflación indujo una recuperación en la demanda de dinero y depósitos, aunque la magnitud de éstos se mantuvo baja. Pero no se alcanzó una estabilización bien definida, y persistió la incertidumbre en las expectativas. El manejo del sistema cambiario de flotación sucia enfrentaba al Banco Central con una decisión período a período sobre el grado de intervención en el mercado de divisas y, desde el punto de vista del público, abría preguntas acerca de hasta dónde las autoridades permitirían la apreciación de la moneda si (como ocurrió hasta finales de 1990) se generaba una presión de ventas de cambio, y hasta dónde estarían dispuestas a emplear reservas en el caso opuesto. De esta forma, aunque el tipo de cambio nominal sostuvo una tendencia general declinante hasta las últimas semanas de 1990 -y el Banco Central incrementó significativamente sus activos externos- la tasa de interés permaneció elevada y la inflación mostró resistencias a converger a bajos valores.

Si bien el Tesoro había cortado sus requerimientos de crédito del Banco Central y, como consecuencia del Plan Bonex, los encajes bancarios ya no generaban un déficit cuasi-fiscal, el control de la emisión monetaria de origen interno siguió siendo difícil. Durante 1990 las autoridades se esforzaron por interrumpir los sobregiros de los bancos provinciales, y eliminaron la imputación automática al efectivo mínimo de los adelantos que efectuaban los bancos para cubrir pagos del sistema de jubilaciones. Sin embargo, a fines de ese año y comienzos de 1991, las demandas de fondos de las provincias y de la seguridad social originaron una considerable expansión del crédito interno. Al mismo tiempo, un brusco vuelco en el mercado de cambios creó para el Banco Central una disyuntiva

inversa a la de los meses anteriores. Tras un breve ensayo por descomprimir el exceso de demanda de divisas mediante la utilización de reservas, quedó claro que la tendencia hacia la depreciación era muy fuerte.

A partir de febrero, se moderó la expansión monetaria generada por crédito interno, y las decisiones de cartera reflejaron expectativas más calmadas, en circunstancias en que las alzas de precios incrementaban la demanda de dinero. Ello dió lugar a que se recuperaran las reservas, cuyo valor en moneda nacional se había incrementado como consecuencia de la devaluación operada en los meses recientes. Así, a fines de marzo, las reservas líquidas del Banco Central representaban algo más de la mitad de la base monetaria; la proporción de cobertura llegaba a 95% si se incluían las tenencias de oro (véase el cuadro 23).

La ley de convertibilidad estableció el requisito de que el valor de los activos externos del Banco Central -definidos como oro, divisas y colocaciones en divisas, y títulos públicos en moneda extranjera valuados a precios de mercado- fuera permanentemente mayor que la base monetaria; esos activos, por otra parte, quedarían destinados exclusivamente a formar el respaldo del dinero primario, y no podrían ser empleados para otro uso, ni tampoco estarían sujetos a embargo. Al mismo tiempo, la ley obligó al Banco Central a vender -si le fuera requerido- dólares a cambio de moneda nacional, sin restricciones y a una tasa de 10.000 australes por unidad. Por otro lado, quedaron autorizados formalmente los pagos en moneda extranjera en transacciones internas. En cambio, se prohibió el uso de cláusulas de indexación por precios en los contratos, y se estableció un criterio de corrección para pagos ya convenidos, que estaba basado en el valor en dólares a abril de 1990 de las sumas comprometidas.

En principio, la convertibilidad no establecía un piso para el tipo de cambio (aunque, para que el Banco Central pudiera admitir una revaluación, debía contar con reservas excedentes). Por otra parte, el Banco Central podía financiar al gobierno adquiriendo títulos computables dentro del respaldo monetario. La ley de convertibilidad autorizaba implícitamente operaciones internas de contracción o expansión de la base monetaria; en éste último caso,

sistema financiero implicó una mayor actividad de intermediación. No obstante, se mantuvo la tendencia al ajuste en el tamaño físico del sistema bancario, manifestada en la reducción en el número de entidades y en el empleo en el sector. Aún así, los diferenciales entre tasas de interés pasivas y activas permanecieron en valores elevados. A ello contribuyeron probablemente varios efectos, algunos derivados de variables de política (e.g. encajes, impuestos), y otros internos al propio sector. En todo caso, el peso de esos diferenciales se hizo más significativo al reducirse la inflación y, consiguientemente, la tasa de interés nominal. Los costos de intermediación fueron uno de los motivos por los que siguió habiendo una apreciable segmentación en los mercados financieros, de modo que la tasa de interés relevante para las decisiones varió fuertemente según cuáles fueran el estado de liquidez del agente y los mercados a los que tuviera acceso. Durante 1991, se observó un crecimiento en el volumen y la variedad de instrumentos de crédito, que fueron emitidos por empresas de gran tamaño, y colocados en el mercado. En cuanto a los bancos, si bien el corrimiento no fue cuantitativamente importante sobre el total de los créditos, habría habido un aumento relativo en los préstamos asociados con el consumo y (en forma incipiente) con la construcción o adquisición de viviendas.

El manejo de los bancos oficiales, nacionales y de provincias, ha sido un recurrente tema de discusión. Con respecto a los primeros, el criterio de política fue el de retirar al Banco Hipotecario y al Banco de Desarrollo de la captación de depósitos individuales; el segundo de ellos sería absorbido por una entidad de crédito al comercio exterior. En cuanto a las entidades de provincia, las acciones del Banco Central estuvieron dirigidas a reforzar el cumplimiento de los requisitos de encaje y a inducir una asociación menos estrecha entre esos bancos y las tesorerías locales, con el propósito general de aumentar el grado de control sobre la creación monetaria de origen interno. En varias provincias, se pusieron en curso durante 1991 operaciones de privatización total o parcial de los respectivos bancos.

Un fenómeno significativo observado en 1991 fue el fuerte incremento en el volumen de transacciones y en la cotización de títulos y acciones. La tendencia, que alcanzó tanto a los papeles