



Distribución Limitada  
LC/BUE/L.152  
Julio 1996

---

**CEPAL**

**Comisión Económica para América Latina y el Caribe**

**Oficina en Buenos Aires**

**NOTA SOBRE LA EVOLUCION  
DE LA ECONOMIA ARGENTINA  
EN 1995**

**DOCUMENTO DE TRABAJO N° 69**

## INDICE

1.	Rasgos generales de la evolución reciente .....	1
	a) Aspectos principales .....	1
	b) La evolución en el período .....	3
2.	La política económica .....	8
	a) La política fiscal .....	12
	b) La política monetaria y los mercados de crédito .....	18
3.	La evolución de las principales variables .....	30
	a) La actividad económica .....	30
	i) Las tendencias de la oferta y la demanda globales .....	30
	ii) La evolución de los principales sectores .....	36
	El sector agropecuario .....	36
	La minería .....	41
	La industria manufacturera .....	41
	La construcción .....	46
	Los servicios básicos .....	46
	b) Los precios, los salarios y el empleo .....	48
	i) Los precios .....	48
	ii) El empleo y los salarios .....	51
	c) El sector externo .....	55
	i) La cuenta corriente y el financiamiento externo .....	55
	ii) El comercio exterior .....	59

## Resumen

La estabilización de los precios y la vigencia del sistema cambiario basado en la paridad fija con el dólar representaron elementos de continuidad con respecto al patrón de comportamiento anterior a 1995. Sin embargo, la economía operó durante ese año en condiciones bien distintas a las del pasado reciente. En parte, esto respondió al marco internacional: se restringió fuertemente la oferta de créditos privados hacia el país mientras que, al mismo tiempo, la colocación de bienes en el exterior se vio favorecida por el aumento de los precios de una variedad de artículos y la mayor absorción del Brasil. Esa evolución se combinó con los visibles cambios en las conductas de los agentes locales para inducir amplios movimientos en la economía.

El nivel de actividad se redujo cerca de 4.5% en 1995. Se interrumpió así una fase expansiva que había abarcado cuatro años, y durante la cual el PIB aumentó alrededor de 35%. La reversión del ciclo económico estuvo asociada con un marcado cambio en la evolución de los flujos de capitales y del comercio exterior. Así, se redujo fuertemente el ingreso de recursos financieros, mientras que el intercambio comercial registró un superávit, por primera vez desde 1991. Fue apreciable la suba de las exportaciones; ello contribuyó a moderar el impacto sobre la actividad de la declinación de la demanda interna. De todas formas, la contracción del producto se reflejó en el mercado de trabajo: la incidencia del desempleo creció agudamente, acentuando el movimiento que ya se había observado en los años previos. Por su parte, siguió atenuándose la tasa de variación de los precios, de forma que el incremento del IPC a lo largo del año fue de sólo un 1.5%.

## 1. Rasgos generales de la evolución reciente

### a) Aspectos principales

La estabilización de los precios y la vigencia del sistema cambiario basado en la paridad fija con el dólar representaron elementos de continuidad con respecto al patrón de comportamiento anterior a 1995. Sin embargo, la economía operó durante ese año en condiciones bien distintas a las del pasado reciente. En parte, esto respondió al marco internacional: se restringió fuertemente la oferta de créditos privados hacia el país mientras que, al mismo tiempo, la colocación de bienes en el exterior se vio favorecida por el aumento de los precios de una variedad de artículos y la mayor absorción del Brasil. Esa evolución se combinó con los visibles cambios en las conductas de los agentes locales para inducir amplios movimientos en la economía.

El nivel de actividad se redujo cerca de 4.5% en 1995. Se interrumpió así una fase expansiva que había abarcado cuatro años, y durante la cual el PIB aumentó alrededor de 35%. La reversión del ciclo económico estuvo asociada con un marcado cambio en la evolución de los flujos de capitales y del comercio exterior. Así, se redujo fuertemente el ingreso de recursos financieros, mientras que el intercambio comercial registró un superávit, por primera vez desde 1991. Fue apreciable la suba de las exportaciones; ello contribuyó a moderar el impacto sobre la actividad de la declinación de la demanda interna. De todas formas, la contracción del producto se reflejó en el mercado de trabajo: la incidencia del desempleo creció agudamente, acentuando el movimiento que ya se había observado en los años previos. Por su parte, siguió atenuándose la tasa de variación de los precios, de forma que el incremento del IPC a lo largo del año fue de sólo un 1.5%.

El comportamiento de la economía varió a lo largo del período. Los primeros meses de 1995 estuvieron marcados por una fuerte perturbación en los mercados financieros, asociada con una intensa caída en la demanda de activos. La política monetaria reaccionó con nítidas señales de que se mantendría el sistema cambiario vigente, al tiempo que se efectuaban acciones para sostener la liquidez del sistema bancario. Por otro lado, si bien se incrementó el déficit fiscal, el gobierno tomó diversas medidas para reforzar la recaudación y frenar los gastos. Asimismo, en un momento de particular tensión financiera, las autoridades concretaron un acuerdo con el FMI, y gestionaron con éste y otros organismos multilaterales un paquete de créditos de sustancial magnitud. Esas respuestas diluyeron la incertidumbre con respecto a la continuidad del esquema de políticas, y consiguieron evitar que se profundizaran las dificultades del sistema financiero. De todos modos, se registró una contracción del crédito, que impactó con intensidad sobre la demanda interna y el nivel de actividad.

Aunque todavía con altibajos, las condiciones de los mercados de activos se fueron normalizando en la segunda mitad del año. El retorno de los depósitos a los bancos y la mayor demanda por títulos implicaron una gradual descompresión de la oferta de crédito. Ello moderó las restricciones financieras que habían afectado a la actividad real. Sin embargo, la evolución de la economía siguió influida por las repercusiones de la crisis de comienzos del año. Así, el producto declinó en el segundo semestre.

Cuadro 1

## ARGENTINA. PRINCIPALES INDICADORES ECONOMICOS

	1992	1993	1994	1995 (a)
<b>A. Indicadores económicos básicos</b>				
Producto bruto interno a precios de mercado (miles de pesos a precios de 1986)	11158.7	11832.0	12708.0	12150.0
Población (millones de habitantes al 30/6)	33.4	33.8	34.2	34.6
Producto bruto interno por habitante (pesos de 1986 por mil habitantes)	334.1	350.1	371.6	351.2
<b>B. Indicadores económicos de corto plazo</b>				
	Tasas de variación			
Producto bruto interno	8.7	6.0	7.4	-4.4
Producto bruto interno por habitante	7.2	4.6	6.1	-5.5
Relación de precios del intercambio	2.3	1.7	1.5	0.2
Valor corriente exportaciones	2.2	7.2	20.8	32.4
Valor corriente importaciones	79.7	12.9	28.6	-6.8
Precios al consumidor				
Diciembre a diciembre	17.5	7.4	3.9	1.6
Variación media anual	24.9	10.6	4.2	3.4
Dinero (b)	50.4	34.8	12.6	3.3
Salario normal y permanente en la ind. manufact. (real)(c) (variación media anual)	1.3	-1.4	0.8	-1.2
Tasa de desocupación abierta (d)	7.0	9.6	11.5	17.4
	Porcentajes del PBI			
Ingresos corrientes del Gobierno Nacional (e)	16.9	19.6	17.9	17.4
Gastos corrientes del Gobierno Nacional (e)	16.7	17.3	16.9	17.2
Ahorro corriente de las empresas públicas (f)	0.2	0.3	0.0	0.0
Necesidad de financiamiento del sector público no financiero nacional (g)	-0.4	1.4	-0.1	-0.5
<b>C. Sector externo</b>				
	Millones de dólares			
Saldo del comercio de bienes y servicios reales	-3547	-5086	-7095	83
Saldo del comercio de bienes	-2635	-3669	-5750	845
Pago neto de utilidades e intereses	-2884	-2372	-2590	-2914
Saldo de la cuenta corriente	-5784	-7047	-9365	-2399
Saldo de la cuenta capital	10153	11298	10047	2297
Variación de las reservas internacionales (h)	4118	4481	561	-69
Deuda externa (i)	68300	70600	79363	89600

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

- (a) Cifras preliminares o estimadas.  
(b) Variación de saldos a fin de año.  
(c) Promedio de valores mensuales, obtenidos por la deflación de índices nominales por el promedio del IPC en el mes de devengamiento y el mes siguiente.  
(d) Porcentaje sobre la población económicamente activa. Promedio simple de los resultados de las encuestas de abril y octubre de cada año en las principales áreas urbanas.  
(e) Administración Nacional y Sistema Nacional de Seguridad Social. Los gastos registrados en el cuadro incluyen las transferencias efectuadas a las provincias y al sector privado, pero no aquellas dirigidas a las empresas públicas. La necesidad de financiamiento registrada es aquella que resulta después de computar ingresos de capital. Los coeficientes se obtienen como cocientes entre los datos de la estadística fiscal, en términos nominales, y el PBI a precios corrientes según las cifras de la última revisión. La información fiscal corresponde al movimiento de fondos, base caja.  
(f) Diferencia entre recursos y gastos corrientes, antes de transferencias del Gobierno Nacional.  
(g) Gobierno nacional y empresas públicas. Incluye como ingresos a los recursos de capital.  
(h) Excluye ajustes de valuación.  
(i) Deuda pública y privada efectivamente contraída, a final de período. Incluye atrasos.

Hacia fines del año y en los primeros meses de 1996 se observaron indicaciones de una inflexión ascendente en la demanda de productos industriales y en la producción manufacturera. Ello se reflejó en una suba (neta de efectos estacionales) del PBI en el primer trimestre de 1996, aunque el nivel de producción permaneció en cifras inferiores a las previas a la crisis. Por otro lado, a partir de abril, los índices de producción industrial mostraron valores más altos que los del año anterior. Pese a la incipiente reanimación de la actividad (que fue estimulada por la evolución positiva de los mercados financieros y por el sostenido desempeño de las exportaciones), siguió disminuyendo el coeficiente de ocupación. Según la medición del mes de mayo, la tasa de desempleo se mantuvo elevada (17%), aunque se observó una baja respecto de los registros de doce meses atrás, a raíz de la menor participación laboral. Al mismo tiempo, se hizo aún más clara la inexistencia de presiones inflacionarias, al punto que el IPC mostró una caída nominal en la primera mitad de 1996. El todavía comprimido volumen del gasto agregado y las quitas efectuadas sobre las contribuciones a la seguridad social influyeron sobre la recaudación impositiva. En el primer semestre de 1996, la ejecución de caja del sector público nacional arrojó un resultado primario negativo; el déficit financiero rondó los 2500 millones de pesos. Si bien el gobierno consiguió cubrir ese déficit sin demasiadas dificultades mediante la colocación de títulos, la situación fiscal provocó la consideración de nuevas medidas para reforzar las finanzas públicas.

#### b. La evolución en el período

Si bien la suba en la tasa de interés en EEUU a comienzos de 1994 había afectado a las corrientes de financiamiento, los ingresos de capitales en ese año fueron todavía muy elevados. A lo largo de 1994 se habían percibido signos de recuperación en el coeficiente de ahorro interno, y un significativo incremento de las exportaciones, que reflejaba los efectos de los aumentos de productividad que habían tenido lugar en una variedad de actividades, así como una mejora en los mercados internacionales. De todos modos, parecía claro que el sostenimiento del ritmo del gasto interno requeriría en el futuro inmediato que las corrientes de capitales fueran fluidas. Al mismo tiempo, los mercados financieros habían registrado cierta inquietud ante los síntomas de debilitamiento de la situación fiscal en la segunda mitad del año, y la decisión de las autoridades de no solicitar los desembolsos pendientes del programa de facilidades extendidas que se había acordado con el FMI. En tales circunstancias, la turbulencia financiera que afectó a la región luego de la devaluación del peso mexicano en diciembre de 1994 tuvo intensas repercusiones en la Argentina.

Los primeros impactos se registraron en las decisiones de tenencia de activos: se observó un exceso de demanda de divisas (contrastando con el típico patrón estacional), mientras que se reducía el volumen de depósitos bancarios en moneda nacional y caían los precios de los valores. Este comportamiento inicial de los mercados reflejó un desplazamiento hacia abajo de la demanda por activos locales y, al mismo tiempo, una mayor preferencia por aquellos activos denominados en moneda extranjera.

Ante las indicaciones de que el público había revisado hacia arriba sus percepciones del riesgo cambiario, las autoridades se preocuparon por remover la inquietud sobre el mantenimiento del sistema de convertibilidad: rápidamente se hizo claro que la perturbación financiera sería enfrentada sin modificar la paridad del peso. Sin embargo, en los primeros meses de 1995 persistió un estado de desconfianza sobre el valor de los activos, que dio lugar a una fuerte tensión en los respectivos mercados. Una de las manifestaciones más destacadas fue el retiro de depósitos de los bancos, que se asoció en buena medida con una disminución de las reservas internacionales.

Si bien no se llegó a configurar una corrida propiamente dicha sobre el sistema bancario, y algunas entidades mantuvieron o incluso incrementaron sus depósitos, en el agregado se registró una aguda disminución. Un número significativo de bancos enfrentaron situaciones de aguda iliquidez, al punto que algunos no pudieron atender demandas de devolución de colocaciones al vencimiento. No obstante, el fenómeno no tuvo las características de una crisis de solvencia en el conjunto de los bancos. Durante 1995 se elevaron los índices de morosidad –particularmente en los préstamos otorgados a personas– pero el deterioro de la calidad de la cartera no alcanzó a afectar patrimonialmente al sistema. En esto probablemente influyeron las regulaciones prudenciales que se habían venido aplicando en los últimos años, y el hecho de que las empresas de mayor tamaño (a las cuales se había dirigido una fracción importante del crédito) mantuvieron en términos generales su capacidad de repago.

El Banco Central asistió al sistema bancario en los primeros meses de 1995 a través de varios mecanismos. En tal sentido, se modificó la carta orgánica del Banco Central a fin de ampliar los márgenes de acción de esa entidad para otorgar préstamos por iliquidez, manteniendo inalterados los requisitos de cobertura en divisas de la base monetaria. Por otro lado, ante las perspectivas poco alentadoras de la recaudación, en febrero de 1995 se anunciaron nuevas acciones dirigidas a recortar gastos y elevar ingresos. En marzo, el gobierno acordó con el FMI la prórroga del arreglo de facilidades extendidas, interrumpido el año anterior. El acuerdo estableció exigentes metas de superávit fiscal en los tres últimos trimestres del año, de forma que el sector público no requiriera efectuar nuevas colocaciones de deuda. Por otro lado, se decidieron nuevas acciones de ajuste fiscal, entre las cuales se destacó un incremento por el plazo de un año de la alícuota del IVA (del 18 al 21%), que no sería coparticipable con las provincias. Asimismo, el gobierno suspendió la aplicación de rebajas sobre las contribuciones patronales a la seguridad social, y elevó impuestos a las importaciones.

Las medidas y anuncios efectuados en marzo tuvieron efectos significativos en los mercados de activos financieros. Por otro lado, también operó un cierto relajamiento de las condiciones de financiamiento hacia Latinoamérica, lo que se manifestó en una evolución más favorable de los mercados de valores de la región luego de la perturbación de comienzos del año. Así, se detuvo la caída de depósitos en los bancos del país y los precios de los bonos y acciones se recuperaron, si bien los mercados continuaron mostrando condiciones de gran volatilidad, asociada en parte a la proximidad de las elecciones presidenciales del mes de mayo. Luego de estas elecciones, que fueron ganadas con amplitud por el partido gobernante, se redujeron visiblemente las primas de riesgo incorporadas en los precios de los activos, aunque éstas quedaron aún lejos de los niveles previos a la crisis.

Una de las principales preocupaciones de la política económica frente a la crisis financiera fue la de señalar fuertemente su actitud de sostener el estricto régimen monetario y de mantener ajustadas las finanzas públicas. Esta actitud fue manifiesta a lo largo del período. De todos modos, se registró una caída en la recaudación de impuestos, que se reflejó en el déficit fiscal. Por otro lado, durante la primera parte del año, el Banco Central empleó los márgenes permitidos por el esquema de convertibilidad para incrementar su crédito al sistema financiero. Esa expansión demoró y amortiguó el impacto de la disminución de los depósitos sobre el volumen de préstamos.

Sin embargo, ya desde comienzos del año se observaron tensiones en los servicios del crédito comercial, y un endurecimiento en las condiciones del financiamiento a la producción y a la demanda final. El abrupto cambio en las condiciones financieras repercutió con un breve rezago sobre la actividad real. Aunque el ritmo de producción en el primer trimestre fue todavía superior al de igual lapso del año previo, en el segundo trimestre se apreciaron notorios signos recesivos, que se acentuaron en los meses siguientes.

Si bien las configuraciones del producto y la demanda había empezado a modificarse en 1994 con respecto a lo observado en los años anteriores, los cambios ocurridos en 1995 fueron de una intensidad considerable. En particular, el gasto interno cayó abruptamente, en contraste con las elevadas tasas de crecimiento que venía mostrando desde 1991. Siguiendo el patrón tradicional de las fases contractivas, la inversión declinó en proporción mucho mayor que el PIB: tanto la construcción como la incorporación de maquinarias y equipos registraron fuertes bajas. También el consumo se redujo; la caída fue especialmente aguda en las ventas de bienes durables, tanto de producción nacional como importados.

Por contraste, las exportaciones se incrementaron significativamente. La suba estuvo difundida en las diferentes categorías de artículos, y resultó particularmente marcada en el grupo de bienes industriales. El volumen de ventas al exterior ya había indicado un claro movimiento ascendente en la última parte de 1994; ello sugiere que, si bien la debilidad de la demanda interna en 1995 puede haber actuado como un estímulo para aumentar las exportaciones, éste no habría sido el impulso principal que estuvo operando. El alza de las exportaciones estuvo influida tanto por efectos provenientes de la demanda externa como de la oferta local. Entre estos últimos se contaron la buena cosecha de granos, el continuado incremento de la producción de combustibles, y las mejoras de productividad registradas en una variedad de actividades manufactureras. Del lado de la demanda externa, tuvieron importancia la evolución de los mercados internacionales de productos básicos, y el incremento de las compras del Brasil. Esto se reflejó en un nuevo crecimiento en la participación del Mercosur en las exportaciones argentinas, la que se aproximó a un tercio del total. Por su parte, las importaciones agregadas declinaron, especialmente en los rubros de bienes finales.

El cambio en la composición de la demanda se vio reflejada en la producción. Durante la fase expansiva que se prolongó hasta 1994, se había observado una considerable heterogeneidad en las variaciones del producto de diferentes sectores. En 1995, también existió heterogeneidad, pero el patrón de comportamiento sectorial fue distinto que en los años previos. Así, algunas ramas orientadas hacia el mercado interno, que antes habían crecido fuertemente, mostraron intensas contracciones. Tal fue el caso de la construcción y de diversos servicios y, dentro del sector manufacturero, de la industria automotriz y de las ramas productoras de otros durables de consumo. En cambio aumentaron su nivel de actividad la agricultura (pese a la sequía que afectó a la región pampeana en la segunda parte del año), la minería y algunas ramas manufactureras, con acceso fluido a la exportación.



El comportamiento del mercado de trabajo constituyó un tema saliente. El hecho de que la tasa de desempleo hubiera crecido por encima de sus máximos históricos en un período de expansión económica - el índice de desocupación había superado el 12% en la medición de octubre de 1994- ya había representado un fenómeno de características particulares. En 1995, el desempleo se incrementó significativamente. En la observación de mayo, la tasa de desocupación (18.4%) fue más de seis puntos superior a la de medio año atrás. La abrupta suba, que se registró en la mayoría de las áreas urbanas relevadas, resultó de una reducción del empleo, al tiempo que se elevaba la tasa de participación laboral. El coeficiente de empleo volvió a caer en la medición de octubre; en cambio, disminuyó la oferta de trabajo. Así, la tasa de desocupación se redujo algo, a un 16.4%.

De todos modos, más allá de los amplios movimientos a corto plazo de la oferta y la demanda de trabajo, existió una percepción difundida de que la absorción de mano de obra seguiría teniendo un carácter problemático: las presiones competitivas sobre las empresas generaban incentivos para elevar la productividad, mientras que la severidad de las restricciones de presupuesto daban lugar a demandas por ajustes en el sector público (especialmente en las provincias), en condiciones en que no resultaba previsible que sectores trabajo-intensivos como los servicios recuperaran el dinamismo que habían tenido en años anteriores. El exceso de oferta de trabajo contribuyó a que en 1995 no se registraran alzas de salarios significativas. Tanto en el sector público como en el privado hubo casos de rebajas nominales en las remuneraciones, especialmente en los segmentos altos de las escalas de sueldos. A efectos de reducir los costos laborales y promover la demanda de trabajo, las autoridades decidieron en agosto reimplantar, por etapas, rebajas en las contribuciones a la seguridad social.

La turbulencia financiera de los primeros meses del año quedó claramente reflejada en el balance de pagos. Así, durante el primer trimestre se registró una fuerte salida neta de capitales, de más de 4000 millones de dólares. Este intenso reflujo de fondos estuvo asociado con los egresos producidos por el sector privado no financiero, que se compensaron sólo muy parcialmente por los ingresos a través del sistema bancario y del sector público. En los meses siguientes, pesaron las operaciones financieras del sector público, que obtuvo un cuantioso volumen de créditos de organismos internacionales y, por otra parte, efectuó amortizaciones de bonos. Al mismo tiempo, si bien los movimientos de capitales del sector privado no financiero volvieron a registrar un saldo negativo en el segundo y tercer trimestres, la magnitud de la salida neta se atenuó considerablemente. Esta evolución se correspondió con el ya mencionado cambio de actitud en los mercados financieros locales.

Con el correr del período se fueron recuperando las variables financieras: crecieron las reservas, se revirtió la tendencia de la demanda por depósitos en los bancos, la tasa de interés tendió a disminuir a partir de los elevados valores que había alcanzado, y repuntaron significativamente los precios de títulos y acciones. La recuperación no careció de altibajos: los mercados de crédito siguieron mostrando una gran sensibilidad ante la evolución de los indicadores económicos internos (p. ej. los resultados fiscales y el nivel de actividad), los movimientos de la tasa de interés internacional, y noticias de orden político, aun luego de la elección del mes de mayo. De todos modos, pesó la percepción de que el esquema de política económica había enfrentado un fuerte impacto externo manteniendo sus rasgos principales y que -al margen de las secuelas que podía dejar la crisis sobre la actividad real y el empleo- el sistema financiero en su conjunto había resistido a la perturbación. La descompresión de los mercados de crédito repercutió también sobre las finanzas públicas, dado que el gobierno volvió a acceder al financiamiento en el mercado abierto. En la segunda mitad del año, el sector público realizó varias colocaciones de títulos. Por otro lado, en vista del cambio de las condiciones desde la firma del acuerdo con el FMI, se reformularon los términos originalmente previstos entre las autoridades y ese organismo, con metas menos estrictas sobre el desempeño fiscal. De todos modos, el gobierno siguió enfrentando una restricción financiera todavía

severa.

El sistema bancario manifestó cambios de importancia. Como consecuencia de la crisis se produjeron numerosas operaciones de fusión y absorción de entidades y algunos casos de cierre. Por otra parte, se observó una redistribución de los depósitos hacia los bancos más grandes. La consecuente restructuración del sector tendió a incrementar la actividad de las entidades percibidas como más sólidas, al tiempo que se reforzaban los requisitos prudenciales. Al mismo tiempo, también variaron las condiciones de la oferta de crédito a diferentes categorías de tomadores: la concentración de depósitos en bancos de mayor tamaño y la mayor prudencia de las entidades en la evaluación del riesgo crediticio parecen haber restringido más la oferta de financiamiento hacia empresas pequeñas y medianas. En lo inmediato, la recuperación del volumen de préstamos agregado fue más lenta que la de los depósitos, dado que los bancos emplearon fondos para reducir su deuda con el Banco Central y para reconstituir su propia liquidez. No obstante, en los últimos meses de 1995 y los primeros de 1996 se reforzó el mejoramiento de las condiciones financieras, lo que se manifestó en particular en nuevos descensos de la tasa de interés y en incrementos en los volúmenes de préstamos y depósitos bancarios (los que volvieron a superar los valores previos a la crisis).

En la expansión que duró hasta 1994, la ampliación de la oferta de crédito se enfrentó con una intensa demanda por financiamiento. La recesión de 1995 parece haber inducido un significativo cambio de percepciones en el público. El fuerte impacto sobre los sectores orientados al mercado interno y el agudo incremento del desempleo probablemente indujeron a muchos agentes a reevaluar hacia abajo sus previsiones de ingresos. En tales condiciones, parecen haberse modificado las actitudes con respecto a la demanda de crédito. Ello influía sobre las perspectivas del gasto y de la actividad. Por otro lado, estas perspectivas dependían también de modo significativo del entorno internacional y, en especial, de la evolución de las tasas internacionales de interés, de los mercados internacionales de bienes básicos y del desempeño de la economía del Brasil. En todo caso, parecía claro que se había registrado un cambio más o menos perdurable en la configuración de la demanda y de la producción sectorial. Una variedad de sectores, empresas y familias deberían adaptarse a estas condiciones, tal vez bastante distintas a las que muchos agentes habían previsto tiempo atrás.

La recuperación de las variables financieras en la última parte de 1995 no dio lugar de inmediato a una reactivación real. De hecho, las cifras de producción del cuarto trimestre de 1995 mostraron todavía características recesivas. Sin embargo, algunos indicadores cualitativos señalaron una elevación de la demanda por productos industriales con respecto a sus mínimos recientes. En la primera parte de 1996 se reforzaron los signos de que el nivel de actividad habría ingresado en una fase de recuperación. Este comportamiento, unido a la percepción de que la política económica había superado una situación crítica sin modificar sus líneas principales, contribuyó a su vez a incrementar la demanda de activos. Por otro lado, las condiciones externas, tanto comerciales como financieras, conservaron en términos generales una tónica tal que no imponía restricciones agudas sobre la oferta de crédito y sobre las exportaciones. En este contexto, netamente menos tenso que un año atrás, se planteaban aún preguntas acerca de la magnitud de la recuperación, y de la manera en que se configuraría la tendencia futura de la actividad económica. Sin duda, el comportamiento de la actividad aparecía como un determinante crítico de otras variables, como el empleo y las cuentas fiscales.

La evolución del mercado de trabajo y de las finanzas públicas se mantuvo en el centro de la atención en los primeros meses de 1996, dado que la tasa de desempleo se mantuvo muy elevada y el déficit fiscal superó los niveles previstos. Por otra parte, durante el mes de julio los mercados financieros reflejaron una situación de incertidumbre sobre la permanencia de las autoridades económicas. De hecho, a fines de ese mes se produjo un cambio en el gabinete del área. La confirmación de que el régimen monetario permanecería inalterado y las indicaciones de que las nuevas autoridades económicas priorizaban la búsqueda del equilibrio fiscal indujeron inicialmente una respuesta positiva en los precios de los activos, aunque no llegaron a definirse expectativas firmes sobre cómo irían evolucionando las cuentas públicas y las decisiones de producción y gasto.

## 2. La política económica

Desde la introducción del régimen de convertibilidad de la moneda en 1991, la política monetaria estuvo sujeta a estrictas reglas. Asimismo, el régimen monetario desvinculó formalmente a la oferta de dinero de las necesidades de financiamiento del sector público. Las restricciones así definidas sobre los instrumentos de política macroeconómica operaron también como señales para la formación de expectativas del sector privado. El proceso de estabilización indujo una fuerte atenuación de la incertidumbre con respecto a las variaciones de los precios y del tipo de cambio. Ello contribuyó significativamente a incrementar los flujos de financiamiento y a estimular la demanda agregada. De tal modo, la estabilización de precios se asoció con una rápida expansión del gasto y de la actividad agregados, lo que a su vez tendió a elevar los recursos del gobierno.

Al mismo tiempo, los ingresos por privatizaciones, el menor peso de los intereses externos y la gradual recomposición de la capacidad del gobierno para acceder a los mercados de crédito disminuyeron las presiones sobre la gestión fiscal. Los gastos reales del gobierno se incrementaron (es decir que acompañaron el movimiento ascendente de la demanda agregada), si bien las políticas mantuvieron como uno de sus objetivos principales el mantenimiento del equilibrio en las cuentas públicas. A lo largo del período de expansión económica que se prolongó hasta 1994, las autoridades enfatizaron asimismo los aspectos asignativos de la política fiscal; esto dio lugar a acciones de reforma (como las que se implementaron en el sistema de jubilaciones) y a medidas dirigidas a concentrar la recaudación de impuestos en gravámenes de base amplia y a reducir la carga fiscal sobre los sectores productores de bienes transables. Algunas de estas acciones implicaron reducciones de los ingresos del gobierno que, se esperaba, serían compensadas por un crecimiento de la recaudación derivado de ulteriores subas en el nivel de actividad y de un más estricto cumplimiento impositivo, como efecto de las medidas que se venían aplicando para reforzar la administración tributaria.

En la segunda mitad de 1994 se observó un déficit en el resultado de caja del sector público nacional, asociado en parte con la transferencia de aportes de seguridad social a las recientemente creadas administradoras de fondos. La aparición de signos de desequilibrio fiscal llevó a las autoridades a encarar acciones de reducción de gastos.

De todos modos, la crisis financiera que se desató luego de la depreciación del peso mexicano en diciembre de 1994 modificó sustancialmente las condiciones para la política económica. Desde el punto de vista de la gestión monetaria, esta perturbación puso a prueba la capacidad del esquema establecido para atender los problemas de liquidez del sistema financiero y, al mismo tiempo, mantener operando el régimen de convertibilidad, que venía dando el marco de referencia para la formación de precios y las decisiones de tenencia de activos. Se planteó, en otros términos, el manejo de una contingencia crítica dentro de un esquema institucional que imponía estrictas reglas al Banco Central. Simultáneamente, también se acentuaron las disyuntivas para la administración fiscal, teniendo en cuenta la relación entre los ingresos públicos y el nivel del gasto agregado. Por un lado, una política fiscal contractiva podía agudizar los efectos de la restricción del crédito sobre la demanda interna. Por otro, en un contexto financiero ya perturbado, el gobierno veía fuertemente limitada su capacidad de endeudamiento en el mercado, y se percibía la posibilidad de que, ante signos de desequilibrio fiscal, los operadores financieros tendieran a interpretarlos como síntomas de fragilidad, independientemente de que los déficits pudieran tener un carácter cíclico.

En los primeros meses de 1995 la política económica se concentró en reforzar las expectativas sobre el mantenimiento del régimen de convertibilidad, al tiempo que se instrumentaban mecanismos de distinto tipo para sostener al sistema financiero. Las definidas señales de las autoridades sobre la continuidad del régimen monetario (tales como la conversión de los encajes bancarios a dólares, decidida a fines de 1994) lograron desvincular a las expectativas sobre la paridad del peso de la incertidumbre que prevaleció en ese período en los mercados de activos. No obstante, se observó una significativa caída en las resevas internacionales (como reflejo del brusco cambio en la dirección de los flujos de capitales), cuyos efectos monetarios fueron compensados en parte por una expansión derivada de las operaciones del Banco Central con los bancos locales.

La provisión de liquidez al sistema financiero se efectuó manteniendo las restricciones existentes sobre la cobertura en divisas de los pasivos monetarios del Banco Central (el que, a fines de 1994, contaba con reservas internacionales en exceso de los mínimos requeridos para respaldar la emisión). Sin embargo, los límites establecidos por la regla monetaria para la acción del Banco Central como prestamista de última instancia se mostraron muy rígidos en la emergencia; así, tales límites se flexibilizaron a través de una modificación en la Carta Orgánica.

La caída de los depósitos en los bancos (que alcanzaron un mínimo a mediados de mayo, cerca de la fecha de las elecciones presidenciales) fue particularmente abrupta durante el mes de marzo, cuando se generó un estado de difundida desconfianza sobre la capacidad de muchas entidades para atender sus compromisos. Por otro lado, se percibían dudas acerca de la situación fiscal, pese a las medidas que anunciaron las autoridades a finales de febrero, dirigidas a ajustar las cuentas públicas.

En estas circunstancias, la renovación del acuerdo de facilidades extendidas con el FMI (cuya ejecución se había interrumpido en el año anterior) tuvo, además de sus aspectos sustantivos, el significado de una señal destinada a calmar las inquietudes que se observaban en los mercados financieros. Las metas establecidas en esta oportunidad contemplaron una muy fuerte restricción fiscal en la segunda parte del año, al punto que el gobierno no recurriera al mercado de crédito, aun para atender la amortización de los títulos que maduraran en el período.

En marzo, las autoridades anunciaron un conjunto de medidas destinadas a reforzar los ingresos públicos. Estas acciones incluyeron, en particular, un incremento por el plazo de un año de la alícuota del IVA, que se estableció en 21% (tres puntos por encima del nivel antes vigente). La recaudación derivada de esta medida quedó excluida de la coparticipación con los estados provinciales. Asimismo, se revirtieron transitoriamente rebajas que habían empezado a regir (en distintas proporciones según la actividad y la localización de las actividades) en las contribuciones patronales al sistema jubilatorio, aunque al mismo tiempo se redujeron las contribuciones correspondientes a las empresas del comercio y los servicios. Por otro lado, se elevaron aranceles a la importación, y se redujeron reintegros a la exportación.

El acuerdo con el FMI implicó la obtención por parte del sector público de una importante masa de financiamiento, proveniente de esa institución y de otros organismos internacionales de crédito. Por otra parte, el gobierno emitió un bono que fue absorbido por grandes empresas del país, y por bancos del exterior. Una fracción de los recursos derivados de este conjunto de aplicaciones se aplicó a la constitución de dos fondos fiduciarios: uno destinado a asistir a la re-estructuración de la banca, y otro a apoyar la privatización de las entidades financieras de los estados provinciales. Es decir que el paquete de crédito operó en parte como un mecanismo para proveer respaldo al sistema financiero. Por otra parte, en marzo se implementó un nuevo sistema de garantía de depósitos (de cobertura parcial), obligatorio para los bancos y financiado por recursos aportados por las entidades.

Si bien los anuncios fiscales y la inyección de crédito externo no dieron lugar de inmediato a un reflujó de fondos hacia los bancos, las tensiones en los mercados financieros tendieron a atenuarse. Así, a partir de finales de marzo se observó una gradual disminución de las tasas de interés (que habían alcanzado niveles extremadamente altos) y, aun con una evolución volátil, comenzaron a recuperarse los precios de los títulos. Aunque no se diluyeron las dificultades de liquidez de un significativo conjunto de bancos, se fue haciendo claro que no se planteaban problemas de solvencia difundidos dentro del sistema. En la primera parte de 1995, y también durante el resto del año, se produjeron diversas operaciones de fusión, absorción y transferencias de cartera entre entidades financieras. Estas operaciones implicaron un crecimiento relativo de los bancos de mayor tamaño, y probablemente también un redireccionamiento de la oferta de crédito entre distintas categorías de prestatarios.

En todo caso, la restricción del crédito agregado se hizo sentir fuertemente sobre la demanda y el nivel de actividad a partir del segundo trimestre. A su vez, ello repercutió sobre la recaudación de impuestos, tanto aquellos percibidos por entes nacionales, como los administrados por gobiernos provinciales y locales. La mayor severidad de las restricciones de presupuesto se hizo sentir particularmente en algunas provincias, donde se registraron a veces prolongados atrasos en los pagos, inclusive de remuneraciones.

La perceptible demanda por estabilidad económica jugó probablemente un papel significativo en los resultados de las elecciones del mes de mayo, que dieron un amplio margen de ventaja al partido de gobierno. Ello implicó la reelección del Presidente, quien mantuvo el equipo de su administración. Sin embargo, en algunos momentos durante el año los mercados financieros reaccionaron ante noticias o señales de índole política. De todos modos, a lo largo del período se mantuvieron los enfoques y criterios de la política económica.

En la segunda parte de 1995 se observó una reanimación en la demanda de activos financieros. El cambio de tónica de los mercados de crédito reflejó probablemente una menor reticencia de los inversores externos a dirigir fondos hacia el área latinoamericana, así como la percepción de que se había superado la fase aguda de la crisis que se desatara a comienzos del año. De tal modo, siguieron disminuyendo las tasas de interés, y a partir de mayo se registró una gradual recuperación del volumen de depósitos en los bancos. Esa recuperación descomprimió la situación del sistema financiero, si bien la reanimación del crédito fue lenta, y marcada por comportamientos precautorios tanto por parte de los demandantes como de los oferentes de fondos.

Durante el tercer trimestre, la generación de recursos corrientes de la administración pública nacional marcó una visible caída con respecto a los niveles del año previo. Al mismo tiempo, la evolución de los mercados financieros, externos e internos, reabrió, aunque dentro de límites estrechos, el acceso al crédito por parte del sector público. En estas circunstancias, las autoridades redefinieron en agosto las metas del acuerdo con el FMI. Los nuevos términos acordados revisaron hacia abajo las previsiones de ingresos y gastos, y redujeron considerablemente el objetivo de superávit primario, lo que dejó de lado el requisito de que las amortizaciones de deuda se cubrieran con recursos propios.

En los últimos meses de 1995, los mercados financieros evolucionaron con una tendencia generalmente positiva. Se observó un significativo incremento de las reservas internacionales, cuyo nivel a fines de año superó al de doce meses atrás. Por otro lado, siguieron recuperándose los depósitos en los bancos, aunque sin volver todavía a los volúmenes previos a la crisis. De todos modos, la más aliviada posición de liquidez de los bancos se manifestó en los valores comparativamente bajos de las tasas de interés para préstamos entre entidades y sobre depósitos a plazo. Es decir que la demanda de fondos por parte de las entidades no fue intensa, lo que se correspondió con una también débil demanda de crédito por parte de prestatarios de primera línea, y la reticencia de los bancos a otorgar préstamos potencialmente riesgosos. Este comportamiento tendió a incrementar la oferta de fondos para el financiamiento del gobierno.

A partir de setiembre de 1995, se determinó la sustitución de los encajes (no remunerados) que los bancos debían constituir en el Banco Central por requisitos de liquidez que podrían ser satisfechos mediante tenencias de diversos activos. Esta medida tuvo el propósito de estimular la reconstitución de la liquidez bancaria y de tender a la reducción de los diferenciales entre tasas activas y pasivas.

Hacia fines de 1995, el gobierno instrumentó una moratoria impositiva y previsional, que originó presentaciones por más de 4000 millones de pesos, una cifra ampliamente mayor de la esperada. Parte de los compromisos tomados por los contribuyentes (cerca de 1300 millones de pesos) fueron empleados por el gobierno para obtener recursos de inmediato, a través de una operación de descuento con bancos locales. Estos fondos (que se incluyeron como parte de la recaudación), y los ingresos derivados de las significativas ventas de acciones de empresas privatizadas en periodos anteriores contribuyeron a la generación de un superávit fiscal de caja en el cuarto trimestre. No obstante, en el conjunto del año, la ejecución de caja del sector público nacional arrojó un déficit considerablemente mayor que en 1994, aunque medido en términos del PBI, ese déficit no superó el 0.5%.

Pese a los signos de cierta reanimación en el nivel de actividad, en los primeros meses de 1996 siguieron manifestándose los efectos de la recesión sobre los ingresos del gobierno, y a comienzos del año volvieron a regir las rebajas (que habían sido suspendidas en 1995) en impuestos de seguridad social. De tal modo, el déficit del sector público nacional en el primer semestre rondó el 2% del PBI. Con el objeto de reforzar la recaudación, el gobierno obtuvo autorización legislativa para mantener la tasa del IVA en 21% y para ampliar la base de ese impuesto y del que grava a las ganancias. Asimismo, las autoridades ejecutivas fueron autorizadas a definir reformas en la administración pública, incluyendo la eliminación de organismos y ajustes en el personal. Por otro lado, hubo negociaciones para establecer las características del régimen de coparticipación de impuestos, en reemplazo de aquél cuya vigencia vencía en 1996.

Un hecho importante que tuvo lugar a comienzos de 1995 fue la entrada en operación de la unión aduanera dentro del Mercosur. El sistema de integración comercial contribuyó a incrementar el intercambio dentro del área, y consecuentemente, a reforzar los mecanismos de transmisión de impulsos macroeconómicos entre los países. De hecho, en 1995 fue relevante el aumento de la demanda por productos por parte del Brasil, que volvió a incrementar su participación como destino de las exportaciones argentinas. De todos modos, a lo largo del año hubo negociaciones referidas a algunos elementos del régimen comercial. Estas discusiones se refirieron en particular a las normas aplicadas a los bienes de la industria automotriz (con aspectos vinculados no sólo a los flujos de comercio, sino también a los incentivos para la localización de inversiones) y a los productos que los países incluirían en las listas de excepciones al sistema general de la unión aduanera. Asimismo, el Mercosur efectuó tratativas con Chile y Bolivia con miras al establecimiento de mecanismos de integración comercial (las que dieron lugar a un acuerdo firmado en junio de 1996), y realizó negociaciones con la Unión Europea.

#### a. La política fiscal

En 1995 la política fiscal estuvo más restringida que en períodos anteriores, a causa de la disminución del nivel de actividad y de la retracción del crédito. Al margen de la discusión analítica sobre los efectos macroeconómicos de las variables fiscales, la poca elasticidad de la oferta de financiamiento, y la sensibilidad de los mercados de crédito a las percepciones sobre el comportamiento fiscal de corto plazo limitaron fuertemente las opciones de política. A lo largo del período, las autoridades se esforzaron por cerrar la brecha fiscal a través de diversas medidas de ajuste, aunque utilizaron oportunidades de financiamiento en la medida en que estuvieron disponibles. Así, el desequilibrio financiero permaneció en un valor reducido como proporción del producto, aunque mostró un significativo incremento (véase el cuadro 2).

La evolución a lo largo de 1995 de la ejecución de caja del sector público nacional mostró déficit en el primer trimestre y (especialmente) en el tercero, mientras que en la última parte del año se obtuvo un superávit financiero, a lo que contribuyeron especialmente el incremento de los ingresos corrientes (dentro de los cuales se computaron los fondos derivados del descuento de obligaciones tributarias derivadas de

## Cuadro 2

## SECTOR PUBLICO NACIONAL NO FINANCIERO

## Movimiento de fondos - Base Caja

(Unidades : miles de millones de pesos corrientes)

	1993	1994	1995
Recursos corrientes del Gobierno Nacional (a)	50.1	50.3	49.0
Recursos tributarios (b)	44.4	47.8	46.4
Otros recursos corrientes (c)	5.7	2.5	2.6
Erogaciones corrientes del Gobierno Nacional (a)	44.2	47.5	48.4
Personal	7.6	7.6	7.2
Transferencias del Sistema Nacional de Seguridad Social(d)	12.5	15.2	15.6
Intereses	2.9	3.2	4.1
Transferencias y otras erogaciones corrientes	21.2	21.5	21.5
Ahorro corriente del Gobierno Nacional (a)	5.9	2.8	0.6
Ahorro corriente de las empresas públicas	0.8	0.0	0.0
Ahorro corriente del sector público nacional	6.7	2.8	0.6
Erogaciones de capital del sector público nacional	3.8	3.9	3.2
Recursos de capital del sector público nacional	0.7	0.8	1.3
Privatizaciones	0.5	0.7	1.2
Otros	0.1	0.1	0.1
Superávit primario s/privatizaciones	5.8	2.1	1.5
Superávit primario	6.4	2.9	2.8
Superávit total	3.5	-0.3	-1.3

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

- (a) Gobierno Nacional: Administración Nacional y Sistema Nacional de Seguridad Social.  
 (b) Incluye los recursos de la coparticipación federal correspondientes a las provincias y a la MCBA.  
 (c) Incluye remanentes de ejercicios anteriores.  
 (d) Incluye pago de pasividades por parte de la Administración Nacional.



la moratoria que venció en el período) y los recursos de privatizaciones. Para el año en su conjunto, el déficit global equivalió a 0.5% del PIB (0.9% sin privatizaciones), mientras que el resultado primario arrojó un superávit de 1% del PBI (0.5% sin privatizaciones). El superávit primario fue similar al obtenido en 1994, pero representó algo menos de la mitad del registrado en 1993 (véase el cuadro 3).

Los ingresos corrientes del sector público nacional secontrajeron en términos nominales. En ello influyó en particular la recesión del nivel de actividad, unida al hecho de que el IVA, que da cuenta de una proporción importante de la recaudación tributaria, recae principalmente sobre el consumo, que experimentó una significativa contracción. Por otro lado, en 1995 tuvo impacto pleno la reforma al sistema jubilatorio que tuvo lugar a mediados del año anterior, y que implicó que una parte de los aportes al sistema de seguridad social se derivaran a las administradoras de fondos de pensión. Asimismo, se redujo el número de aportantes al sistema jubilatorio. Al mismo tiempo, es probable que la caída en los ingresos y las restricciones de liquidez que afectaron a un número significativo de contribuyentes haya influido sobre el grado de cumplimiento tributario. Por su parte, la entrada en vigencia de la unión aduanera en el Mercosur repercutió sobre la recaudación de impuestos al comercio exterior. A fin de reforzar los ingresos del gobierno, disminuidos por aquellos efectos, las autoridades aplicaron medidas entre las cuales se destacaron el aumento de la alícuota del IVA, la suspensión de rebajas sobre las contribuciones patronales al sistema previsional, y los aumentos de aranceles a la importación y las reducciones de reintegros a las exportaciones, mientras que se establecieron mecanismos de presentación espontánea y facilidades de pago para regularizar deudas impositivas.

Los ingresos netos en concepto de IVA fueron similares a los de 1994 (véase el cuadro 4): el aumento en la tasa del impuesto compensó aproximadamente la caída en el valor de la base gravada. En la evolución a lo largo del año se apreció que la recaudación del IVA disminuyó (con respecto a igual período del año anterior) en el segundo y tercer trimestre, mientras que en el último trimestre fue mayor que en el mismo lapso de 1994. Considerando a 1995 en su conjunto, se registró un leve incremento (atribuible a la mayor alícuota) en los ingresos brutos por IVA, que fue contrarrestado por la suba en el volumen de devoluciones y reintegros.

La disminución de la recaudación por impuestos a la seguridad social resultó significativa. En cambio, se incrementaron nuevamente (aunque a ritmo netamente menor que en los años previos) los ingresos provenientes del impuesto a las ganancias; en ello puede haber influido el hecho de que el gravamen se aplica sobre las ganancias del año anterior. También se elevó la recaudación del impuesto a los activos personales (sobre el cual operó la ampliación de la base imponible para alcanzar diversos activos financieros, y simultáneamente la reducción de la tasa, del 1 al 0.5%), si bien los recursos obtenidos superaron sólo ligeramente los 300 millones de pesos. La importante caída en los impuestos al comercio exterior resultó de la fuerte baja en los ingresos por derecho de estadística (que fue eliminado a comienzos del año, y reintroducido posteriormente, aunque exceptuando a las importaciones desde el Mercosur y a los bienes de capital). Asimismo, se contrajo la recaudación de impuestos sobre productos específicos (impuestos internos y sobre combustibles), debido a las menores ventas agregadas y a la rebaja en la alícuota sobre los cigarrillos.

## Cuadro 3

## SECTOR PUBLICO NACIONAL NO FINANCIERO

## Movimiento de fondos - Base Caja

(Unidades : % del PBI)

	1993	1994	1995
Recursos corrientes del Gobierno Nacional (a)	19.6	17.9	17.4
Recursos tributarios (b)	17.4	17.0	16.5
Otros recursos corrientes (c)	2.2	0.9	0.9
Erogaciones corrientes del Gobierno Nacional (a)	17.3	16.9	17.2
Personal	3.0	2.7	2.6
Transferencias del Sistema Nacional de Seguridad Social(d)	4.9	5.4	5.5
Intereses	1.1	1.1	1.5
Transferencias y otras erogaciones corrientes	8.3	7.7	7.6
Ahorro corriente del Gobierno Nacional (a)	2.3	1.0	0.2
Ahorro corriente de las empresas públicas	0.3	0.0	0.0
Ahorro corriente del sector público nacional	2.6	1.0	0.2
Erogaciones de capital del sector público nacional	1.5	1.4	1.1
Recursos de capital del sector público nacional	0.3	0.3	0.5
Privatizaciones	0.2	0.3	0.4
Otros	0.1	0.0	0.0
Superávit primario s/privatizaciones	2.3	0.7	0.5
Superávit primario	2.5	1.0	1.0
Superávit total	1.4	-0.1	-0.5

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

(a) Gobierno Nacional: Administración Nacional y Sistema Nacional de Seguridad Social.

(b) Incluye los recursos de la coparticipación federal correspondientes a las provincias y a la MCBA.

(c) Incluye remanentes de ejecicios anteriores.

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

Cuadro 4

## RECAUDACION DE IMPUESTOS Y APORTES PREVISIONALES NACIONALES

(Unidades: millones de pesos)

Período	Total	Ap. y contrib. previsionales más Asig. familiares	Sobre comercio exterior	Subtotal otros impuestos (a)	IVA (b)	Internos y com- bustibles	Impuesto a las Ganancias (c)	Resto impues- tos (d)
1992	34397.3	8560.8	1926.9	23909.5	13348.6	4546.6	2526.3	3488.0
Trim. 1	7762.6	2134.8	390.6	5237.2	2520.6	1134.5	392.0	1190.1
Trim. 2	8401.6	2033.2	481.4	5887.0	3383.1	1150.2	514.0	839.6
Trim. 3	9311.4	2364.6	530.0	6416.8	3692.2	1159.2	820.1	745.3
Trim. 4	8921.7	2028.2	524.9	6368.6	3752.7	1102.7	800.3	713.0
1993	39108.3	9542.8	2431.3	27134.2	16266.6	4158.6	4272.4	2436.5
Trim. 1	8912.9	2316.2	505.7	6091.0	3764.2	1081.4	746.7	498.7
Trim. 2	9230.8	2144.1	592.4	6494.3	4012.1	1014.5	982.2	485.6
Trim. 3	10768.6	2655.0	654.7	7458.9	4281.1	1031.0	1343.2	803.5
Trim. 4	10196.0	2427.5	678.5	7090.0	4209.2	1031.8	1200.3	648.7
1994	42424.8	10100.6	2799.9	29524.3	17366.1	4214.5	5980.0	1963.7
Trim. 1	10580.1	2915.4	615.5	7049.2	4187.5	1071.1	1173.6	617.0
Trim. 2	11173.4	2425.8	763.6	7984.0	4488.4	1045.4	1954.4	495.8
Trim. 3(e)	10432.2	2575.4	707.8	7149.0	4304.4	1015.4	1400.0	429.2
Trim. 4	10239.1	2184.0	713.0	7342.1	4385.8	1082.6	1452.0	421.7
1995	41305.0	8684.8	2011.4	30608.8	17442.9	3852.9	6538.9	2774.1
Trim. 1	10073.5	2360.5	519.3	7193.7	4301.3	1079.9	1425.8	386.7
Trim. 2	11353.4	2065.3	520.0	8768.1	4406.5	914.1	2028.5	1419.0
Trim. 3	9876.6	2376.0	466.9	7033.7	4270.1	902.9	1490.0	370.7
Trim. 4	10001.5	1883.0*	505.2	7613.3	4465.0	956.0	1594.6	597.7

FUENTE: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre datos de la Dirección General Impositiva, la Administración Nacional de Aduanas, la Secretaría de Seguridad Social y la Secretaría de Hacienda.

- (a) Incluye el conjunto de impuestos recaudados por la DGI, con la excepción de los aportes y contribuciones previsionales.
- (b) Cuando estuvo vigente, incluye el impuesto a la primera venta de productos agropecuarios. La recaudación del IVA está medida neta de devoluciones.
- (c) Incluye impuesto sobre bienes no incorporados al proceso económico.
- (d) Incluye la recaudación (en dinero y en Bonos de Consolidación) derivada de moratorias o regímenes de regularización.
- (e) A partir de esta observación, los datos referidos a aportes previsionales corresponden a los ingresos por contribuciones y aportes, exceptuando aquellos aportes derivados a las AFJP.

Los gastos totales de caja del sector público nacional se elevaron muy levemente (0.6%); el aumento respondió al mayor volumen de los intereses, que crecieron en más de 900 millones de pesos (véase nuevamente el cuadro 2). Excluyendo ese rubro, el agregado de las restantes erogaciones registró una ligera disminución nominal. En particular, se redujeron los gastos por remuneraciones, en alrededor del 5%. Los gastos del sistema de seguridad social crecieron otra vez, pero en forma mucho menos rápida que en los años anteriores: la variación fue de un 2.5%, en comparación con más de 20% en 1994. En la suba de los gastos previsionales en 1995 actuaron algunos ajustes a las jubilaciones mínimas y a las asignaciones familiares, y la transferencia al sistema nacional de dos cajas de previsión provinciales. Las transferencias del gobierno nacional a las provincias se redujeron en cerca del 1%: ello se originó en la disminución en la masa de recursos tributarios coparticipados, parcialmente compensada por los mayores pagos en función del sistema de garantía establecido en el pacto fiscal entre el Estado federal y las provincias. Por su parte, los gastos de capital se contrajeron fuertemente (a un nivel equivalente a 1.1% del PBI); la caída de la inversión abarcó a una variedad de organismos del sector público nacional.

Las operaciones de privatización generaron un volumen de recursos equivalentes a 0.4% del PBI (ampliamente por encima de lo ingresado por ese concepto en los dos años previos). Tales operaciones se concentraron en la segunda mitad del año, en correspondencia con la recuperación de la demanda de activos y con los requerimientos de fondos del sector público. Las ventas de acciones comprendieron a empresas distribuidoras de electricidad, una central hidroeléctrica, una firma transportadora de gas y compañías petroquímicas.

La deuda financiera del sector público se elevó en unos 6800 millones de pesos, a algo más de 87 mil millones. Una parte del incremento reflejó la consolidación de deudas previamente contraídas, aunque no documentadas, la capitalización de intereses y pérdidas de cambio. Las operaciones de colocación y amortización de deudas (dejando de lado los conceptos antes citados) arrojaron un saldo neto de 2500 millones de pesos. A lo largo de 1995, el gobierno efectuó cuantiosas transacciones de emisión y cancelación de deudas: las primeras se acercaron a los 13000 millones de pesos, mientras que las segundas alcanzaron alrededor de 10500 millones. Entre las emisiones de deuda efectuadas en 1995 fueron importantes los préstamos otorgados por organismos internacionales como parte del paquete financiero acordado en los primeros meses del año. Durante la primera mitad del período, se apreció una significativa caída en la demanda por títulos públicos, lo que dificultó grandemente la colocación de deuda en el mercado. Así, al margen de emisiones de eurobonos por reducido monto, las ventas de títulos se concentraron en grandes empresas del país y en bancos del exterior que, en un momento de gran tensión financiera, comprometieron la absorción de bonos por un valor total de 2000 millones de dólares. A partir de agosto se reanudaron las operaciones de mercado abierto, al reanimarse la demanda (si bien sólo a comienzos de 1996 el gobierno volvió a efectuar ventas de magnitud en el mercado de papeles a mediano plazo en dólares). De tal modo, el gobierno efectuó diversas colocaciones de letras y bonos en diferentes mercados; entre ellas, se destacaron las emisiones de papeles denominados en yen y marcos alemanes, por montos equivalentes (respectivamente) a alrededor de 1600 y 1400 millones de dólares. El gobierno aplicó una parte de los fondos así obtenidos para recomprar títulos en circulación, a efectos de reducir el costo de la deuda y de proveer liquidez a los mercados locales de crédito. Los plazos de los títulos colocados por el gobierno nacional en 1995 fueron de entre uno y siete años. Por otro lado, también se registraron algunas operaciones de colocación de papeles por parte de gobiernos provinciales.

La evolución fiscal de los estados provinciales fue heterogénea. Sin embargo, los gobiernos locales enfrentaron una difundida caída en los ingresos: en el agregado, se redujeron tanto los recursos de origen nacional como aquéllos percibidos directamente por las administraciones provinciales. Por su parte, los gastos tuvieron un comportamiento diverso en distintas jurisdicciones; en el conjunto, experimentaron una leve caída. Como reflejo de estas variaciones, las necesidades de financiamiento agregadas de las provincias crecieron fuertemente, a algo más de 3000 millones de pesos (después de considerar aportes recibidos del gobierno nacional). Al margen de los resultados cuantitativos de la gestión fiscal, varias provincias mostraron durante 1995 serias dificultades en sus pagos, que en ciertos momentos dieron lugar a situaciones de grave tensión.

Las relaciones financieras entre la administración federal y las provincias estuvo sujeta a distintas modificaciones a lo largo del tiempo. Estas relaciones estuvieron regidas por el "Pacto Fiscal" (definido en 1993), cuya vigencia se prorrogó, dado que originalmente estaba previsto que venciera a mediados de 1995. Tal acuerdo definió una distribución de los recursos tributarios coparticipables recaudados por el gobierno nacional, y estableció un monto mínimo de fondos cuya remisión a las provincias estaría garantizada; asimismo, determinó compromisos sobre cambios en diversos impuestos, tanto de jurisdicción nacional como provincial, si bien la aplicación de las correspondientes medidas resultó solo parcial. Entre los puntos de discusión a finales de 1995 se destacaban las referidas a las modalidades de ajuste en los gastos provinciales y a la re-estructuración de los bancos de los estados locales, algunos de los cuales habían sido privatizados, o estaban en vías de serlo; quedaba también pendiente la determinación de un nuevo régimen de coparticipación de impuestos, que por norma constitucional debía efectuarse en 1996.

#### b. La política monetaria y los mercados de crédito

Entre 1991 y 1994 se registró un rápido incremento en la demanda de activos financieros, que previamente se había reducido a muy bajos niveles como reflejo del agudo proceso inflacionario. El aumento de la demanda abarcó al conjunto de instrumentos, y permitió un intenso crecimiento en el volumen real de los fondos intermediados por el sistema financiero, si bien éste se mantuvo comparativamente pequeño en relación a los patrones internacionales. En 1995 se observó una brusca inflexión en el comportamiento de las variables financieras. A lo largo del año, la cantidad de dinero (que, dado el régimen de convertibilidad, se determina en la práctica en función de la demanda) creció solo en forma leve (2.6%); el aumento acumulado respondió a la recuperación que tuvo lugar en la segunda mitad del año, dado que en el primer semestre se observó una caída (véase el cuadro 5). La contracción en la demanda de dinero el primer semestre, a diferencia de anteriores episodios, no estuvo asociada a mayores expectativas de inflación, sino (al margen de factores estacionales) a una difundida baja en la demanda de activos domésticos, derivada del menor volumen de transacciones y de incertidumbre sobre la solidez del sistema financiero. Esa incertidumbre afectó particularmente a las tenencias de depósitos a interés. Así, por primera vez desde comienzos de la década, se contrajo el coeficiente de liquidez que relaciona al agregado M2 con el PBI (véase el cuadro 8).

Cuadro 5

## AGREGADOS MONETARIOS

(Unidades: millones de pesos)(a)

Período	Base Monetaria	Billetes y Monedas (b)	Cuentas Corrientes	M1 (c)	Depósitos a interés				Depósitos en Moneda Extranjera		
					Caja de Ahorro	Plazo Fijo	Otros Depósitos	TOTAL	M2 (d)	Moneda Extranjera (e)	M3 (f)
1990	3,617	2,256	445	2,700	1,481	1,212	98	2,790	5,570	1,760	7,330
1991	7,823	5,219	1,431	6,650	2,013	2,342	262	4,618	11,300	6,486	17,787
1992											
Trim. 1	8,033	4,782	1,896	6,678	2,305	2,904	285	5,495	12,210	7,729	19,939
Trim. 2	9,277	5,601	2,175	7,776	2,710	3,492	382	6,584	14,402	8,899	23,302
Trim. 3	9,470	5,659	2,203	7,862	2,887	4,130	449	7,465	15,374	10,203	25,577
Trim. 4	11,010	7,682	2,317	9,998	2,964	4,505	556	8,024	18,085	10,680	28,765
1993											
Trim. 1	10,517	6,652	2,697	9,350	3,581	5,466	505	9,552	18,972	12,141	31,113
Trim. 2	11,729	7,502	3,052	10,554	4,011	5,722	553	10,286	20,893	13,630	34,522
Trim. 3	13,111	8,064	3,068	11,131	4,154	6,350	632	11,136	22,321	15,773	38,094
Trim. 4	14,989	10,061	3,415	13,476	4,381	6,825	599	11,805	25,335	17,160	42,495
1994											
Trim. 1	14,633	9,117	3,795	12,912	4,803	7,285	603	12,690	25,662	18,266	43,928
Trim. 2	14,219	9,085	3,904	12,989	4,909	7,244	679	12,833	25,878	19,013	44,891
Trim. 3	14,181	9,401	3,905	13,307	4,938	8,511	687	14,136	27,507	20,221	47,728
Trim. 4	16,069	11,218	3,989	15,207	4,826	7,538	755	13,119	28,392	21,605	49,997
1995											
Trim. 1(g)	10,851	9,146	4,037	13,183	4,144	5,535	772	10,451	23,699	19,385	43,083
Trim. 2(g)	11,187	9,230	4,079	13,309	4,109	6,306	889	11,304	24,678	19,189	43,867
Trim. 3(g)	11,113	9,414	4,045	13,459	4,211	6,409	941	11,560	25,077	20,771	45,848
Trim. 4(h)	13,050	11,293	4,440	15,733	4,652	6,394	997	12,043	27,832	22,149	49,982

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

(a) Saldos a fines del período.

(b) Circulación monetaria fuera del sistema financiero.

(c) Medios de pago de particulares: circulación monetaria fuera del sistema financiero + depósitos de particulares en cuentas corrientes.

(d) Recursos monetarios de particulares: M1 + depósitos de particulares a interés en entidades financieras ( en Moneda Nacional) + intereses y ajustes por indexación devengados sobre depósitos a interés.

(e) Valuados en Moneda Nacional.

(f) M2 + depósitos en moneda extranjera.

(g) Cifras provisionarias.

(h) Cifras estimadas a partir de información periodística.

El régimen de convertibilidad establecido en 1991 tuvo como objetivo prioritario restringir estrictamente a la política monetaria (e, indirectamente, a la gestión fiscal), a efectos de regular el nivel nominal de precios, y poner fin al proceso inflacionario. Al mismo tiempo, las restricciones también limitaban las respuestas de política ante contingencias. El sistema monetario atravesó una dura prueba en 1995, a raíz de las perturbaciones financieras que tuvieron lugar, y de la recesión de la actividad económica. La crisis motivó una acción intensa de la política monetaria, dentro del marco definido por el esquema de convertibilidad. Por otro lado, las autoridades contaron con un significativo paquete de financiamiento externo en un momento de fuerte turbulencia en los mercados de crédito. El uso de los márgenes de acción contemplados en el régimen monetario (que fueron ampliados en la emergencia, aunque sin modificar las características básicas del sistema), en conjunto con el financiamiento externo, permitieron limitar los efectos de la perturbación sobre el sistema financiero. Con el correr del período, las condiciones de los mercados financieros se fueron normalizando, si bien a comienzos de 1996 todavía se hacían sentir secuelas de la perturbación.

La crisis se desarrolló durante varios meses, con comportamientos diferenciados a lo largo del período. La primera fase, que sucedió inmediatamente a la depreciación del peso mexicano, se inició con una marcada retracción en la demanda de bonos. Ello impactó en los precios de los títulos públicos, lo que a su vez afectó a ciertos bancos (de tamaño comparativamente pequeño) cuyas carteras estaban especialmente expuestas a los movimientos en las cotizaciones de los bonos: entre fines de diciembre de 1994 y comienzos de enero de 1995, dos entidades suspendieron sus operaciones. Por otra parte, se generó incertidumbre sobre la solidez del esquema cambiario ante la previsible contracción del crédito externo. En consecuencia, el público incrementó su demanda precautoria de divisas, lo que se reflejó en un desplazamiento desde activos denominados en moneda nacional hacia otros denominados en dólares. Ello se unió a la caída estacional de la demanda de dinero.

De tal modo, se observó una apreciable caída en las reservas de divisas en el Banco Central (cercana a los 2600 millones de dólares en los dos primeros meses de 1995), al tiempo en que disminuían los depósitos en pesos en los bancos (véase el cuadro 6). Sin embargo, hasta fines de febrero, el retiro de fondos afectó solo ligeramente en el agregado a los depósitos en dólares y, al mismo tiempo, la evolución de los depósitos totales varió marcadamente entre distintas entidades. Así, hacia comienzos de marzo, un grupo de bancos (entre los que se contaban los grandes bancos estatales, los extranjeros y los bancos privados de mayor tamaño) habían incrementado o al menos mantenido su volumen de depósitos en comparación con los niveles de la primera parte de diciembre del año anterior, mientras que en otros bancos se había producido un fuerte drenaje de fondos. Es decir que en el período inicial, el comportamiento de los depositantes parece haber reflejado principalmente una actitud de precaución enfocada sobre la solidez de segmentos del sistema financiero y sobre la continuidad del esquema cambiario. La mayor incertidumbre cambiaria repercutió en las tasas de interés: éstas tendieron a elevarse, pero con una apreciable ampliación del diferencial entre aquellas aplicadas en operaciones en pesos y aquellas denominadas en dólares: por ejemplo, a fines de febrero, la brecha entre las tasas en pesos y dólares para préstamos bancarios a empresas de primera línea era de más de nueve puntos anuales, cuando a principios de diciembre de 1994 sólo excedía levemente los dos puntos.

Cuadro 6

RESERVAS Y PASIVOS MONETARIOS DEL BANCO CENTRAL  
(Unidades: millones de pesos corrientes) (a)

Periodo	Oro, divisas Col. a Plazo y otros	Títulos Públicos	Reservas internac. del BCRA	Circulación monetaria	Dep. de entidades en Mon. Nac.	Dep. de entidades en Mon. Ext.	Dep. en US\$ en corres- ponales	Letras de liquidez bancaria	Posición neta de pases
	1	2	3= 1+2		(b)	(c)	(d)		
1992									
Ene.	8013	1116	9129	6605	1388	0	869	...	...
Feb.	7752	1121	8873	6590	1710	0	917	...	...
Mar.	8325	1161	9486	6461	1568	0	1025	...	...
Abr.	8732	1169	9901	6655	1896	0	1021	...	...
May.	9320	1127	10447	6907	2445	0	1060	...	...
Jun.	9279	1011	10290	7624	1645	0	1081	...	...
Jul.	9912	912	10824	7779	2139	0	1107	...	...
Ago.	9888	862	10750	7621	2299	0	1125	...	...
Set.	9852	941	10793	7556	1903	0	1152	...	...
Oct.	10161	1500	11661	7732	1982	0	1176	...	...
Nov.	9666	1484	11150	7988	1563	0	1233	...	...
Dic.	11097	1432	12529	9648	1363	0	1244	...	...
1993									
Ene.	11362	1405	12767	9143	2668	80	1309	...	...
Feb.	11490	1409	12899	9011	2575	95	1117	...	...
Mar.	11648	1367	13015	8765	1753	122	1142	...	...
Abr.	11216	1476	12692	9080	2768	188	1167	...	...
May.	11351	1492	12843	9127	2865	106	1171	...	...
Jun.	11348	1447	12795	9666	2063	167	1244	...	...
Jul.	12750	1596	14346	10056	3158	181	1346	...	...
Ago.	14198	1785	15983	10101	4464	172	1654	...	...
Set.	13198	1757	14955	10221	2890	189	1897	...	...
Oct.	13393	1761	15154	10005	4199	156	1988	...	...
Nov.	13468	1758	15226	10117	4289	203	2015	...	...
Dic.	15474	1936	17410	12173	2816	200	2065	...	...



Cuadro 6 (continuación)

RESERVAS Y PASIVOS MONETARIOS DEL BANCO CENTRAL  
(Unidades: millones de pesos corrientes) (a)

Período	Oro, divisas Col. a Plazo y otros	Títulos Públicos	Reservas internac. del BCRA	Circulación monetaria	Dep. de entidades en Mon. Nac.	Dep. de entidades en Mon. Ext.	Dep. en US\$ en corres- ponsales	Letras de liquidez bancaria	Posición neta de pases
	1	2	3= 1+2		(b)	(c)	(d)		
1994									
Ene.	15343	1821	17164	11445	4593	222	2028	...	...
Feb.	15234	1910	17144	11317	4677	168	1874	...	...
Mar.	14909	1915	16824	11205	3428	189	1889	...	...
Abr.	14384	1694	16078	10979	4167	234	2419	...	...
May.	14753	1700	16453	10936	4541	241	2261	...	...
Jun.	14924	1803	16727	11396	2824	238	2274	...	...
Jul.	15438	1860	17298	11872	3984	231	2450	...	...
Ago.	15172	1702	16874	11344	4193	203	1948	...	...
Set.	14807	1892	16699	11381	2786	205	2338	...	...
Oct.	14810	1897	16707	11430	3797	205	2133	...	...
Nov.	14318	1878	16196	11274	3481	223	2425	...	...
Dic.	16032	1901	17933	13317	2753	198	1791	...	...
1995									
Ene.	13792	1756	15548	11728	0	2582	1573	...	...
Feb.	13077	1747	14824	11328	0	2814	1442	...	...
Mar.	10197	2299	12496	10851	0	1532	1508	...	...
Abr.	11501	2360	13861	11070	0	2569	659	...	...
May.	10898	2297	13195	10784	0	2366	729	...	...
Jun.	12602	2351	14953	11187	0	1944	1104	...	...
Jul.	12805	2301	15106	11877	0	2679	1624	...	...
Ago.	11269	2214	13483	11371	0	1935	593	...	...
Set.	12837	1827	14664	11113	0	1437	638	...	...
Oct.	12199	1597	13796	11102	0	1304	227	...	...
Nov.	12276	2476	14752	11056	0	685	37	...	...
Dic.	15963	2543	18506	13050	0	1382	0	763	1873

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

(a) Saldos a fin de período.

(b) En enero de 1995, el BCRA convirtió a dólares los depósitos de entidades en moneda nacional.

(c) Depósitos en cuenta corriente por parte de entidades financieras en el BCRA.

(d) Depósitos en US\$ en corresponsales en cuenta del BCRA por orden de entidades financieras.

En este período, el Banco Central utilizó varios instrumentos para reforzar las expectativas acerca del mantenimiento del régimen cambiario y para reforzar la liquidez de las entidades financieras. La conversión en dólares de las reservas mantenidas por los bancos en el Banco Central operó como señal de que la política estaba orientada a mantener la estrecha vinculación de la moneda con la divisa norteamericana. Por otro lado, se redujeron los requisitos de encaje, y se unificaron los requerimientos de efectivo mínimo sobre las cuentas en pesos y en dólares. Además, el Banco Central disminuyó los cargos por deficiencias de encaje, y proveyó liquidez a los bancos a través de redescuentos y operaciones de pase. Asimismo, se instrumentó una red de seguridad para asistir a los bancos con problemas de liquidez, con fondos derivados de un encaje de 2% computado sobre el volumen de depósitos al 30 de noviembre de 1994.

A fines de febrero, las autoridades modificaron la Carta Orgánica del Banco Central. Las modificaciones ampliaron las facultades de la entidad para asistir al sistema financiero mediante redescuentos (cuyo otorgamiento estaba antes estrictamente restringido); además, se le autorizó a transferir las carteras de bancos que hubiera adquirido. Por otro lado, también se introdujeron cambios a la ley de entidades financieras, autorizando al Banco Central a permitir la reestructuración de entidades antes de suspender su funcionamiento.

En los dos primeros meses de 1995 se registró una fuerte caída en los agregados monetarios. Ello resultó de una menor demanda por circulante y de la reducción en el volumen de depósitos (que, en la última semana de febrero, tenían un monto 5% inferior al de fines de diciembre del año anterior). Sin embargo, el financiamiento obtenido por los bancos a través de la disminución de sus reservas, del crédito del Banco Central y, en ciertos casos, de líneas del exterior, tuvo por efecto que no se registrara una baja en el volumen total de los préstamos bancarios al sector privado. No obstante ello, ya en este período se apreciaron signos de estrechez financiera para muchas empresas, que se manifestaron en dificultades en los pagos, y en una menor fluidez del crédito comercial. En los mercados de títulos, las cotizaciones cayeron significativamente: en febrero, el índice de precios de las acciones se había reducido 30% con respecto a los valores de tres meses atrás, mientras que también se contrajeron los precios de los títulos públicos. Esta evolución se asoció con un fuerte aumento en los diferenciales de rendimiento entre los papeles argentinos y los internacionales.

La perturbación de los mercados financieros se agudizó en marzo, ante la percepción de que la crisis no había sido superada rápidamente, y podía profundizarse. Aunque no alcanzó a definirse una situación de corrida, se generó un estado de desconfianza sobre la robustez del sistema financiero en su conjunto. Como reflejo de esto, se acentuó la disminución de depósitos (véase el cuadro 7), que ahora abarcó a las colocaciones en dólares y a todos los segmentos de bancos, algunos de los cuales no estuvieron en condiciones de cancelar los depósitos al vencimiento. Si bien el Banco Central inyectó fondos mediante redescuentos, ello no impidió una significativa caída en la capacidad prestable de los bancos, quienes retrajeron su oferta de crédito. A lo largo de marzo, el volumen de depósitos disminuyó en cerca de 4200 millones de pesos (cerca de 10% del monto de finales del mes anterior); aunque el crédito al sector privado varió en magnitud netamente menor, se registró una brusca contracción. Las tasas de interés mostraron una abrupta suba, hasta niveles extremadamente elevados: a mediados de marzo, los préstamos a empresas de primera línea registraban tasas de 27% en el segmento en dólares, y más de 40% para aquéllos denominados en pesos. Por cierto, los

Cuadro 7  
DEPOSITOS Y CREDITOS DE ENTIDADES FINANCIEROS  
(Unidades : millones de pesos)(a)

Período	Depósitos							Créditos al sector privado (b)		
	Total	En moneda nacional			En moneda extranjera			Total	En moneda nacional	En moneda extranjera
		Total	Sector privado	Sector público	Total	Sector privado	Sector público			
1991	15830.7	9203.0	6049.0	3154.0	6627.7	6486.0	141.7	18882.5	9684.6	9197.9
1992	26349.4	15439.9	10193.3	5246.6	10909.5	10680.0	229.5	30283.1	15029.7	15253.5
1993	40782.5	23151.8	15219.5	7932.3	17630.7	17160.0	470.7	39429.0	18484.3	20944.7
1994										
Trim. 1	43578.5	24931.7	16485.1	8446.6	18646.8	18265.7	381.1	41566.0	19183.4	22382.6
Trim. 2	45024.3	25544.6	16736.3	8808.3	19479.7	19012.9	466.8	44017.3	19900.6	24116.7
Trim. 3	46174.2	25519.4	18041.6	7477.8	20654.8	20221.4	433.4	46374.4	20681.0	25693.3
Trim. 4	45426.2	23349.1	17107.8	6241.4	22077.1	21604.7	472.4	48330.3	20956.3	27374.0
1995										
Trim. 1	39698.2	19854.1	14487.8	5366.3	19844.1	19384.7	459.4	47218.2	19690.6	27527.6
Trim. 2	40557.1	20928.9	15382.9	5545.9	19628.3	19188.8	439.4	47117.8	19490.4	27627.4
Trim. 3	42217.2	20913.9	15605.5	5308.3	21303.3	20771.0	532.4	47327.0	19424.0	27903.0
Trim. 4(c)	44649.0	22082.0	16483.0	5599.0	22567.0	22149.0	418.0	49152.0	20006.0	29146.0

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

(a) Saldos a fines de período.

(b) Comprende préstamos y valores privados.

(c) Cifras estimadas en base a la encuesta diaria del BCRA.

Cuadro 8

## ARGENTINA. BALANCE MONETARIO

	SalDOS a fin de año (miles de millones de pesos)			Tasas anuales de crecimiento	
	1993	1994	1995	1994	1995
Dinero (M1)	13.5	15.2	15.6	12.6	2.6
Efectivo en poder del público	10.1	11.2	11.1	10.8	-0.8
Depósitos de particulares en cuenta corriente	3.4	4.0	4.4	17.6	10.0
Factores de expansión neta	42.5	49.9	49.7	17.5	-0.4
Sector externo neto	7.9	.	.	.	.
Banco Central	11.6	.	.	.	.
Entidades financieras	-3.7	.	.	.	.
Crédito interno neto	34.5	.	.	.	.
Gobierno e instituciones públicas (neto) (a)	15.3	.	.	.	.
Sector privado (a)	43.3	.	.	.	.
Otras cuentas (neto)	-24.0	.	.	.	.
Cuasidinero (depósitos de ahorro y a plazo) (b)	11.8	13.1	12.0	11.1	-8.5
Depósitos privados en moneda extranjera	17.2	21.6	22.1	25.9	2.3
Multiplicadores monetarios (c)					
M1 / Base monetaria	89.9	94.6	119.4	5.3	26.2
M2 / Base monetaria (d)	169.0	176.7	212.2	4.5	20.1
Coefficientes de liquidez (e)					
M1 / PBI	4.2	4.7	4.9	11.9	4.3
M2 / PBI (d)	8.3	9.5	9.0	14.5	-5.3

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

- (a) Incluye recursos devengados y créditos en moneda extranjera. En el caso del gobierno, los préstamos son netos de depósitos, incluso en moneda extranjera.  
 (b) Incluye recursos devengados.  
 (c) Valores obtenidos sobre saldos a fin de año.  
 (d) M2 : M1 + cuasidinero en moneda nacional.  
 (e) Los coeficientes de liquidez resultan de relacionar el promedio nominal anual de los agregados monetarios correspondientes con el producto bruto interno a precios corrientes.

intereses sobre créditos a otros prestatarios eran considerablemente mayores, al tiempo que el acceso mismo al financiamiento se veía fuertemente restringido.

El anuncio del paquete de ayuda externa ligada al acuerdo con el FMI, en conjunto con las medidas fiscales y financieras que se dieron a conocer en marzo moderaron las tensiones en los mercados de crédito. Si bien no se produjo una recuperación rápida, se fue diluyendo la perspectiva de un proceso acumulativo de retiro de depósitos y restricción del volumen agregado de financiamiento. Entre comienzos de abril y mediados de mayo, el monto total de depósitos en los bancos siguió disminuyendo (con una caída que se concentró en las colocaciones en dólares), pero a un ritmo netamente menos rápido que en marzo, mientras que el Banco Central extendió un flujo positivo de financiamiento a los bancos a través de redescuentos y pases. Por su parte, la magnitud de los créditos otorgados por los bancos mantuvo el (comparativamente bajo) nivel que había alcanzado. Al mismo tiempo, aumentaron algo las reservas internacionales del Banco Central. Como reflejo de la gradual descompresión, las tasas de interés disminuyeron lentamente, a partir de valores elevados. Por otro lado, se observó una reanimación en los precios de títulos y acciones, si bien éstos quedaron aún lejos de los registros previos a la crisis. Además, durante el segundo trimestre, la restricción del crédito tuvo un visible impacto sobre la demanda interna y el nivel de actividad, que mostraron un comportamiento claramente recesivo.

A partir de mayo, aunque todavía con algunos altibajos, se fortalecieron los signos de recuperación en los mercados financieros, a medida que se fueron disipando las dudas sobre la robustez del sistema bancario (lo cual, a su vez, se vio estimulado por la propia recomposición de la liquidez de las entidades) y que, aun en un contexto recesivo, la caída que habían registrado los precios de los activos fue induciendo un incremento de la demanda. De tal modo, en diciembre, el índice de precios de las acciones superó en cerca de 50% al mínimo registrado en el promedio de marzo (si bien se encontraba todavía algo por debajo de los valores de diciembre de 1994), al tiempo que las cotizaciones de algunos bonos del gobierno ya excedían los niveles de finales del año anterior (véase el cuadro 9). Es decir que, en términos generales, las primas de riesgo sobre papeles argentinos habían retornado a niveles comparables con los vigentes antes de la crisis. Por su parte, se observó un reflujó de depósitos (en especial, en el segmento en dólares), que compensó buena parte (aunque no por completo) la caída en el volumen total experimentada en los primeros meses del año. El incremento en las tenencias de depósitos se manifestó en conjunto con tasas de interés declinantes. A fines del año, las tasas en pesos sobre depósitos a plazo fijo y sobre préstamos a empresas de primera línea habían caído por debajo de los niveles de mediados de diciembre de 1994, mientras que las tasas análogas en dólares superaban sólo ligeramente a las observadas en aquel momento (véase el cuadro 10).

No obstante, la recuperación del crédito bancario al sector privado fue menos marcada que la de los depósitos (así como la disminución previa de los préstamos había sido menos abrupta). En esto influyó la devolución de redescuentos (que fue alentada por el Banco Central) y de líneas de crédito del exterior, así como una mayor canalización de la capacidad prestable hacia el sector público.

Cuadro 9

## COTIZACIONES DE TITULOS PUBLICOS Y ACCIONES (a)

PERIODO	BONEX		PAR	DISCOUNT	BOCON PREV.	BOCON PREV.U\$S	INDICE Merval
	Serie 87(b)	Serie 89(c)	(d)	(e)	(f)	(g)	(h)
1992							
Trim. I	87.36	82.72	...	...	...	...	766.84
Trim. II	87.63	82.26	...	...	59.50	61.40	806.71
Trim. III	84.48	80.16	...	...	52.50	52.75	483.73
Trim. IV	84.30	75.20	...	...	43.50	44.50	414.22
1993							
Trim. I	90.50	84.30	47.75	63.63	52.50	57.90	393.56
Trim. II	93.50	89.00	52.88	68.25	57.70	73.00	407.52
Trim. III	93.80	92.30	61.00	72.88	70.30	82.95	476.28
Trim. IV	96.50	92.30	69.13	86.13	96.80	98.40	525.04
1994							
Trim. I	94.50	88.50	52.75	71.75	76.00	78.20	595.35
Trim. II	95.40	90.40	49.50	68.50	70.00	79.50	570.13
Trim. III	96.00	95.40	49.81	71.50	73.75	87.50	603.96
Trim. IV	99.00	93.50	43.50	62.00	55.00	73.20	501.05
1995							
Trim. I	90.00	87.00	52.50	70.00	43.50	62.00	328.88
Trim. II	97.30	92.30	49.50	69.50	62.00	74.30	404.56
Trim. III	97.30	93.70	47.25	58.75	66.50	82.00	443.08
Trim. IV	98.00	92.99	56.56	64.75	86.50	97.35	488.42

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

- (a) Unidades: pesos por cada 100 de Valor Residual para BOTE Y BIC5, pesos por cada 100 de Valor Nominal para BOCON PREV y pesos por cada 100 U\$S de Valor Nominal para BONEX y BOCONPREV.U\$S. Los datos corresponden a valores a fin de período.
- (b) Título denominado en dólares estadounidenses, a 10 años de plazo, con una tasa de interés del 5.87 %. Fecha de emisión: Septiembre de 1987.
- (c) Título denominado en dólares estadounidenses, a 10 años de plazo, con una tasa de interés del 4.50 %. Fecha de emisión: Diciembre de 1989.
- (d) Título denominado en dólares estadounidenses, a 30 años de plazo, con tasa de interés fija y creciente hasta un 6 % anual a partir del séptimo año.
- (e) Título denominado en dólares estadounidenses, a 30 años de plazo, con tasa de interés Libo más un adicional de 13/16 %.
- (f) Título denominado en pesos, a 10 años de plazo, con una tasa de interés equivalente a las colocaciones en Caja de Ahorro. Fecha de emisión: Abril de 1991.
- (g) Título denominado en dólares estadounidenses, a 10 años de plazo, con una tasa de interés equivalente a la LIBOR para depósitos a 30 días. Fecha de emisión: Abril de 1991.
- (h) Índice de precios de un conjunto de acciones ponderadas según el volumen transado durante el semestre anterior al mes en curso. Los datos mensuales son promedios de valores diarios.

## Cuadro 10

## ARGENTINA. TASAS DE INTERES (a)

(Unidades: tasas equivalentes mensuales, en porcentajes)

Período	Nominales		Pres. entre Entidades Financieras (f)	Prime en moneda nacional (g)	Respecto del IPC (b)					Prime en moneda extranjera (h)	
	Pasiva (c)	Activa (d)			Activa (e)	Pasiva (c)	Activa (d)	Activa (e)	Ent. finan. (f)		Prime MN (g)
1992	1.0	2.3	1.4	1.2	...	-0.2	1.1	0.2	0.1	...	...
Trim. 1	1.0	2.7	1.2	1.0	...	-0.9	0.8	-0.7	-0.8	...	...
Trim. 2	0.9	2.5	1.0	0.9	...	-0.2	1.4	-0.0	-0.2	...	...
Trim. 3	0.9	2.2	1.3	1.1	...	-0.4	0.9	0.0	-0.1	...	...
Trim. 4	1.3	2.0	2.1	2.0	...	0.7	1.5	1.6	1.4	...	...
1993	0.9	1.7	0.6	0.5	...	0.3	1.2	0.1	-0.0	...	...
Trim. 1	1.2	2.0	0.7	0.6	...	0.3	1.1	-0.1	-0.2	...	...
Trim. 2	0.8	1.7	0.6	0.5	0.9	0.1	0.9	-0.2	-0.3	0.1	0.6
Trim. 3	0.8	1.6	0.6	0.5	0.9	0.3	1.1	0.2	0.1	0.3	0.6
Trim. 4	0.7	1.6	0.6	0.5	0.8	0.6	1.5	0.6	0.4	0.7	0.6
1994	0.7	1.6	0.6	0.6	0.8	0.3	1.2	0.3	0.2	0.4	0.7
Trim. 1	0.6	1.6	0.4	0.4	0.7	0.5	1.5	0.3	0.3	0.6	0.6
Trim. 2	0.6	1.6	0.7	0.7	0.8	0.1	1.1	0.1	0.2	0.3	0.7
Trim. 3	0.7	1.6	0.6	0.6	0.8	0.3	1.2	0.2	0.2	0.4	0.7
Trim. 4	0.7	1.6	0.9	0.8	0.9	0.2	1.1	0.3	0.3	0.4	0.7
1995	1.0	1.9	0.9	0.8	1.4	0.9	1.8	0.8	0.7	1.3	1.1
Trim. 1	1.2	1.9	1.8	1.4	1.9	1.1	1.9	1.8	1.4	1.9	1.3
Trim. 2	1.3	2.4	0.7	0.6	1.7	1.2	2.3	0.6	0.5	1.7	1.4
Trim. 3	0.7	2.1	0.6	0.5	1.0	0.6	2.0	0.5	0.4	0.9	0.9
Trim. 4	0.8	1.2	0.6	0.6	1.0	0.7	1.1	0.5	0.5	0.9	0.9

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

(a) Los valores trimestrales y anuales son promedios geométricos de los valores mensuales.

(b) Los valores deflactados corresponden a tasas reales "ex post", calculadas según  $(1+r(t))/(1+p(t+1))$ , donde  $r(t)$  es la tasa nominal vigente en el mes  $t$  y  $p(t+1)$  la tasa de crecimiento de los precios en el mes  $t+1$ .

(c) Hasta el 15 de Octubre de 1987 tasa fijada por el BCRA para depósitos a 30 días, Desde la fecha citada, tasa testigo (promedio ponderado de las tasas pagadas por los bancos para depósitos a 7, 15 y 30 días). Para el 1er. trimestre de 1990, tasa testigo sobre depósitos en caja de ahorro. A partir de Abril, tasa testigo sobre depósitos a plazo, ponderada por todos los plazos.

(d) Hasta el 15 de Octubre de 1987, tasa regulada. Desde la fecha citada, tasa aplicada por el Banco de la Nación Argentina por descuento de documentos a 30 días.

(e) Tasa vigente en operaciones interempresarias a 7 días con garantía BONEX. Cifras promedio mensuales.

(f) Tasas promedio ponderado por montos de las operaciones concertadas diariamente por préstamos en pesos entre entidades financieras (hasta 15 días de plazo) cursadas a través de las ctas. ctes. que las mismas poseen en el BCRA.

(g) Promedio aritmético de las tasas de interés fijadas para operaciones de crédito a empresas de primera línea. Préstamos en pesos a 30 días de plazo.

(h) Promedio aritmético de las tasas de interés fijadas para operaciones de crédito a empresas de primera línea. Préstamos en US\$ a 30 días de plazo.

Si, en la primera mitad de 1995, la evolución del crédito fue determinante para el comportamiento de la actividad real, la recesión de la demanda y del producto repercutieron luego a su vez sobre los mercados financieros. Por una lado, la caída en la inversión, y la re-evaluación de las expectativas sobre ingresos futuros por parte de los consumidores (que, en muchos casos, habría respondido no sólo a la observación de los ingresos corrientes, sino también a incertidumbre acerca de la estabilidad de los empleos) tendió a contraer la demanda de crédito. Por otro lado, si bien el sistema financiero no llegó a enfrentar problemas de solvencia difundidos, se elevaron los índices de morosidad (en especial, en ciertos bancos públicos y pequeños bancos privados). Tanto los requisitos del marco regulatorio como la propia política comercial de las entidades tendieron a inducir la reducción de los riesgos de crédito a través de una selección más rigurosa de los préstamos. Al mismo tiempo, la conformación del sistema financiero se modificó, con un aumento en la proporción de la capacidad prestable correspondiente a entidades que tienden a orientar su financiación hacia clientes de gran tamaño. Es decir que probablemente se acentuó la diferenciación de los mercados de crédito de modo que, en ciertos momentos, pudieron identificarse al mismo tiempo signos de exceso de oferta de fondos en ciertos segmentos, y de fuertes restricciones de liquidez en otros.

De todos modos, la reanimación de los mercados financieros prosiguió en los primeros meses de 1996. En un contexto sensible a los vaivenes en las plazas internacionales, y a los movimientos a corto plazo en la economía local, los precios de los activos mostraron una evolución creciente, en especial a medida que se percibieron indicaciones más o menos definidas de tonificación en la producción agregada. La persistencia de la recuperación de depósitos siguió induciendo una reducción de las tasas de interés, y estimuló a los bancos a ampliar su oferta de financiamiento. Si bien la predisposición a tomar crédito estuvo todavía influida por la caída en el ingreso agregado durante el año anterior, pareció atenuarse la retracción en la demanda de fondos. Asimismo, las transacciones de crédito comercial se habrían ido normalizando ya a lo largo de 1995, y hacia finales de ese año se registró una caída en el volumen de cheques rechazados por falta de fondos. Es decir que, a grandes rasgos, se fueron diluyendo algunos de los efectos más salientes de la crisis, aunque ésta siguió mostrando repercusiones.

Una de las consecuencias del episodio de 1995 fue la reducción en la cantidad de entidades financieras, que pasaron de algo más de 200 a unas 150. En buena medida, ello resultó de un importante número de operaciones de fusión y absorción, que abarcaron un volumen de activos cercano al 10% del total del conjunto de bancos. Además, se privatizaron cuatro bancos de estados provinciales. Por su parte, las revocaciones y suspensiones alcanzaron a un grupo de entidades de tamaño relativamente pequeño, cuyos activos representaban cerca de 2.5% del sistema a fines de 1994. Al mismo tiempo, los bancos de mayor tamaño fueron menos afectados por la caída de depósitos en la primera parte de 1995, y participaron más que proporcionalmente en la recuperación posterior. Ello tendió a aumentar el grado de concentración de los fondos intermediados. Asimismo, se modificó la composición de préstamos y depósitos según moneda de denominación, con un aumento en el monto relativo de aquéllos efectuados en dólares. No obstante, luego del impacto inicial, los diferenciales entre tasas de interés en pesos y en dólares fueron convergiendo hacia bajos valores.

La crisis provocó serias dificultades de liquidez en un conjunto de bancos, pero no involucró pérdidas fiscales o cuasi-fiscales de significación macroeconómica, ni planteó problemas difundidos de



solvencia en los bancos. Sin embargo, se apreció un deterioro en la calidad de la cartera, especialmente en segmentos de la banca provincial, y en entidades privadas de pequeño tamaño; la mora fue particularmente alta en los préstamos dados a las familias. Dadas las normas regulatorias, las provisiones constituidas por las entidades (que aumentaron en proporción significativa durante 1995) cubrieron una parte importante (algo más de la mitad en octubre de 1995) de la cartera irregular. De todos modos, las dificultades de recuperación de préstamos pesaron sobre los costos de intermediación. En términos más generales, el episodio de 1995 enfocó la atención sobre la configuración y el funcionamiento del sistema financiero y, en especial, sobre los medios posibles para combinar una administración prudente de riesgos con una oferta fluida de créditos para las actividades productivas.

### 3. La evolución de las principales variables

- a) La actividad económica
- i) Las tendencias de la oferta y la demanda globales

La fase expansiva de la actividad económica iniciada en 1991 se interrumpió abruptamente en 1995: el PBI declinó en cerca de 4.5%. Si bien en las agudas fluctuaciones de las décadas previas se habían registrado recesiones de mayor intensidad, la brusquedad de la transición que tuvo lugar en 1995 quedó reflejada en el hecho de que la tasa de cambio del producto agregado varió en alrededor de 12 puntos porcentuales con respecto al año anterior, y también con respecto a la tasa media durante la expansión. La recesión estuvo asociada con una fuerte baja en la demanda interna que, tal como había ocurrido en la fase expansiva, se movió proporcionalmente con mayor amplitud que el PBI. Por contraste, el apreciable incremento del volumen de las exportaciones amortiguó la contracción de la demanda agregada. Desde el punto de vista de la oferta, se observó una reducción algo mayor a la media en la actividad de los sectores productores de bienes (que se habían expandido a ritmo menos rápido que el PBI agregado en la fase anterior): la industria y la construcción experimentaron significativas contracciones, parcialmente compensadas por las subas en la producción de los sectores vinculados a la explotación de recursos naturales (agricultura y minería). La retracción de la demanda interna afectó también a las actividades de servicios, cuyo crecimiento había sido elevado en los años previos, y que redujeron su producción en 1995.

Aunque durante 1994 habían aparecido signos de atenuación en el ritmo de actividad (especialmente en el sector manufacturero), la perturbación financiera de los primeros meses de 1995 provocó un definido quiebre. El impacto sobre la producción, de cualquier modo, ocurrió con algún rezago: durante el primer trimestre del año, el PBI registró todavía niveles elevados. En el segundo trimestre, en cambio, se observó una nítida caída. La evolución recesiva se prolongó durante el resto del año. Durante los últimos meses del período se percibieron indicios de una incipiente reanimación (a partir de valores netamente más bajos que los de antes de la crisis) en la demanda por productos industriales. Este movimiento se perfiló más claramente en el transcurso de la primera mitad de 1996, en consonancia con la recuperación de los mercados de crédito. De tal modo, desde abril de 1996 las cifras estimadas de la producción industrial superaron a las de un año atrás; aunque las cifras del PBI agregado en el primer trimestre marcaron una disminución con respecto a igual período del año anterior, se registró una suba (neta de efectos estacionales) en relación a los niveles de fines de 1995. Ello parecía indicar el

Cuadro 11

## ARGENTINA. OFERTA Y DEMANDA GLOBALES (a)

	Miles de pesos a precios de 1986				:Composición porcentual:		Tasas anuales de crecimiento			
	1992	1993	1994	1995 (b)	1980	1995(b)	1992	1993	1994	1995(b)
Oferta Global	12587	13417	14624	13836	111.9	113.9	13.1	6.6	9.0	-5.4
Producto bruto interno a precios de mercado	11159	11832	12708	12150	100.0	100.0	8.7	6.0	7.4	-4.4
Importaciones de bienes y servicios	1428	1585	1916	1686	11.9	13.9	66.0	11.0	20.9	-12.0 (c)
Demanda Global	12587	13417	14624	13836	111.9	113.9	13.1	6.6	9.0	-5.4
Demanda interna	11521	12298	13351	12283	104.9	101.1	14.6	6.7	8.6	-8.0
Inversión bruta interna fija	2189	2506	2975	2502	26.4	20.6	30.9	14.5	18.7	-15.9
Consumo total (d)	9332	9792	10376	9781	78.3	80.5	11.4	4.9	6.0	-5.7 (c)
Exportaciones de bienes y servicios	1066	1119	1273	1553	7.0	12.8	-1.3	5.0	13.8	22.0 (c)

FUENTE : Ministerio de Economía, BCRA y Oficina de la CEPAL en Buenos Aires sobre la base de datos de esas fuentes.

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

(b) Cifras provisionarias.

(c) Estimación conjetural.

(d) Incluye variación de existencias.

tránsito hacia una fase de recuperación cíclica, aunque resultaba aún difícil prever la intensidad que ésta tendría.

La expansión que abarcó al período 1991-1994 fue inusualmente larga e intensa en función de la experiencia argentina de las últimas décadas. En este período se combinaron elementos de recuperación cíclica y modificaciones sustanciales en el modo de funcionamiento de la economía, que presumiblemente actuaron sobre la evolución de mediano plazo de la economía y, al mismo tiempo, sobre las expectativas de los agentes económicos incorporadas en las decisiones de producción y de gasto. El efecto observable de estos cambios de comportamiento fue un fuerte incremento en el nivel agregado de actividad (acompañado, en muchos casos, por subas significativas en la productividad de los factores), y un todavía más rápido aumento en el gasto interno, que fue financiado en parte aprovechando la fluida oferta de crédito del exterior.

La fase expansiva mostró características que se mantuvieron a lo largo de su transcurso, pero también se apreciaron modificaciones en el tiempo en la configuración de la oferta y de la demanda agregadas. En 1991 y 1992, la brusca suba del gasto de las familias (que había estado comprimido en el período previo) dio lugar a un muy veloz crecimiento del consumo. Así, la recuperación de las inversiones se produjo simultáneamente con una caída en el coeficiente de ahorro interno (que alcanzó sus niveles mínimos en más de una década); la consecuente brecha en el saldo del comercio exterior resultó de una abrupta suba de las importaciones, mientras que las exportaciones no mostraban dinamismo. En el bienio siguiente se moderó el aumento de la demanda interna, y especialmente del consumo, de forma que, sin recuperar los niveles históricos, se elevó la tasa de ahorro interno. Al mismo tiempo, las exportaciones crecieron significativamente (sobre todo en 1994), mientras que el coeficiente de inversión siguió aumentando hasta acercarse a los valores previos a la eclosión del problema de la deuda externa a comienzos de la década anterior. La evolución de la economía a fines de 1994 mostraba un gasto interno que se desaceleraba, pero se mantenía todavía alto, con un apreciable impulso de las inversiones y una disminución de la brecha comercial.

Este comportamiento daba lugar a interpretaciones diversas, sea como un signo de que se aproximaba una reversión cíclica (porque la demanda se había sobre-expandido en la etapa previa), sea como una transición hacia un sendero de crecimiento con un mayor peso de las exportaciones, y con una mayor participación del ahorro interno en el financiamiento de la acumulación. En cualquier caso, parecía claro que a efectos de mantener el nivel del gasto y el impulso de la actividad, requeriría todavía (al menos durante un lapso de algunos años) absorber un volumen significativo de crédito del exterior.

En esas condiciones, el brusco cambio de tónica de los mercados financieros modificó súbitamente el contexto macroeconómico, dado que afectó a uno de los elementos –la fluidez del crédito– que habían jugado un papel central en la expansión. La contracción del crédito actuó sobre la demanda, y puede haber actuado también en ciertos casos sobre la oferta, dada la restricción financiera que habrían enfrentado muchas empresas. El impacto de la crisis financiera se amplificó, a través de la postergación de decisiones de inversión como respuesta al menor volumen de ventas y de la revisión de las expectativas de los consumidores que (particularmente debido a la situación del mercado de trabajo) se vieron inducidos a corregir hacia abajo sus previsiones acerca de los flujos de ingreso futuros.

Estos comportamientos se reflejaron en la caída de cerca de 8% en el volumen de la demanda interna. El consumo agregado disminuyó en forma significativa (en más de 5%): se registraron bajas muy marcadas en las compras de bienes durables, y también se observó un debilitamiento de la demanda por servicios, que había sido sostenida en la fase previa. Si bien ya en anteriores episodios cíclicos durante la década pasada se había verificado una disminución del consumo en mayor proporción que el PBI, fueron distintos los mecanismos que operaron: en aquellas ocasiones, el salario real había fluctuado intensamente, mientras que esta vez, la retracción del gasto de las familias habría respondido a una menor disponibilidad de crédito y a los movimientos en el empleo y en las expectativas sobre ingresos. En todo caso, aunque en circunstancias netamente diferentes que en el período 1993-1994, volvió a aumentar el coeficiente de ahorro a PBI, superando en unos tres puntos porcentuales al valor mínimo de 1992.

Como es usual en las fluctuaciones de la actividad económica, la inversión varió con mucho mayor amplitud que el producto agregado. La caída de cerca de 16% en la formación de capital implicó una reducción de cerca de tres puntos en la tasa de inversión, si bien ésta permaneció por encima del 20.5% del PBI, o sea que mantuvo un nivel superior a la media del período 1991-1994, y marcadamente más alto que los deprimidos valores anteriores a ese período (véase el cuadro 12). De todas formas, la merma en la inversión en 1995 alcanzó tanto a la construcción como a la incorporación de maquinarias y equipos.

La inversión en construcciones se redujo en algo más de 11%. La difundida caída en la demanda de activos en la primera mitad del año afectó también a los inmuebles. La retracción se manifestó en los volúmenes de ventas de unidades terminadas (y, asimismo, se reflejó en alguna medida en los precios), e influyó sobre la iniciación de nuevas obras. En la segunda parte del año se observó una reanimación de la oferta de crédito hipotecario, que había operado como un impulso importante en la expansión que registró el sector en períodos previos. Aunque inicialmente se observó una actitud de cautela en la toma de préstamos por parte de potenciales demandantes, en los primeros meses de 1996 la mayor disponibilidad de financiamiento parecía haber comenzado a tener efectos sobre las ventas (y presumiblemente, sobre la actividad de construcción), especialmente en la franja de viviendas de tamaño y precio intermedio.

La caída en los gastos en maquinarias y equipos en 1995 (algo mayor al 20%) interrumpió un movimiento de intenso crecimiento que había tenido lugar en los años anteriores, si bien el nivel de la inversión en equipos quedó algo por encima del volumen registrado en 1993. La merma en la demanda por bienes de capital tuvo un carácter difundido, dado que se observó tanto para los equipos de transporte como para las maquinarias, fueran de origen nacional o importados. Las ventas de maquinarias de producción nacional experimentaron una caída (8.5%) comparativamente menos intensa que el promedio, aunque ella se agregó a la disminución que ya se había operado en 1994. Los gastos en equipo de transporte mostraron una fluctuación muy abrupta, con una baja cercana al 40% (en comparación con un incremento de 13.5% en 1994). Los volúmenes incorporados de maquinaria y equipo de importación se redujeron significativamente (en 21%, cuando habían subido 48% en 1994). Todos los grandes sectores de actividad contrajeron su demanda de equipos importados. En particular, registraron bajas apreciables las compras de bienes de capital típicamente destinados a las comunicaciones y los sectores de comercio y servicios financieros, que previamente habían crecido con intensidad. Por su parte, también disminuyó la inversión en equipos importados para la

Cuadro 12

## INGRESO NACIONAL, AHORRO E INVERSIÓN (a)

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

Año	PBI	Efecto términos del in- tercam- bio	Pagos netos a factores (b)	Ingreso bruto nacional	Consumo	Ahorro bruto inter- no	Ahorro nacio- nal	Ahorro exter- no	Balance comercial bienes y servicios	Inver- sión bruta inter- na fija	Varia- ción de existen- cias
1980	100.0	2.3	-0.9	101.4	78.5	21.5	22.9	3.5	-4.9	26.4	0.2
1981	100.0	3.1	-1.6	101.5	79.9	20.1	21.6	2.3	-3.8	23.9	-0.3
1982	100.0	1.2	-2.2	99.0	78.8	21.2	20.2	-0.5	1.5	19.7	0.7
1983	100.0	1.4	-3.1	98.3	78.8	21.2	19.5	-0.4	2.1	19.1	0.4
1984	100.0	2.2	-3.1	99.1	80.1	19.9	19.0	-0.7	1.6	18.3	0.2
1985	100.0	1.3	-3.4	97.9	79.3	20.7	18.6	-1.8	3.9	16.8	-0.5
1986	100.0	0.0	-2.5	97.5	80.7	19.3	16.8	0.7	1.8	17.5	0.0
1987	100.0	-0.3	-2.2	97.5	79.9	20.1	17.6	1.8	0.7	19.4	0.1
1988	100.0	0.7	-2.5	98.2	78.1	21.9	20.1	-1.2	3.0	18.9	0.6
1989	100.0	1.5	-3.5	98.0	79.3	20.7	18.7	-3.0	5.0	15.7	...
1990	100.0	1.0	-2.9	98.1	78.9	21.1	19.2	-5.0	6.9	14.2	...
1991	100.0	1.4	-2.9	98.5	81.6	18.4	16.9	-0.6	2.1	16.3	...
1992	100.0	1.6	-2.5	99.1	83.6	16.4	15.5	4.1	-3.2	19.6	...
1993	100.0	1.8	-1.9	99.9	82.8	17.3	17.1	4.1	-3.9	21.2	...
1994	100.0	2.2	-2.0	100.2	81.6	18.3	18.6	4.8	-5.1	23.4	...
1995(c)	100.0	2.8	-2.6	100.2	80.5	19.5	19.7	0.9	-1.1	20.6	...

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

(a) Estimaciones sujetas a revisión. A partir de 1989 inclusive, las estimaciones de las cuentas nacionales no discriminan a la variación de existencias, que están incluidas dentro del consumo. Por lo tanto, desde ese año no se dispone de información sobre la inversión bruta total, aunque sí sobre la inversión bruta fija. Como consecuencia, no existen para el conjunto del período series referidas a la inversión bruta interna y el consumo (excluyendo variación de existencias). A su vez, ello implica que las mediciones del ahorro (obtenidas como diferencia entre producto interno o ingreso nacional y consumo) no serían consistentes a lo largo del período. A efectos de presentar información compatible con la que existe para los años recientes, en las cifras del cuadro la inversión se mide, también para el intervalo 1980-1988, a través de la inversión fija, y el consumo incorpora a la variación de existencias. El ahorro está entonces medido de un modo que difiere del convencional. A fines ilustrativos, se incluye también en el cuadro la serie de variación de existencias para el período 1980-1988, lo que permite inferir los datos con las definiciones usuales.

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

(c) Cifras provisionarias.

industria manufacturera, aunque en menor proporción que el agregado. Así, las importaciones de estos bienes destinados a la industria (cuya participación en el total de equipos importados se había ido reduciendo en los años previos), representaron un 39% del agregado (contra menos de un tercio en 1994). Es probable que, al margen de los efectos macroeconómicos que operaron sobre la inversión en su conjunto, la contracción de los gastos en equipos para la industria se haya visto moderada por la ejecución de proyectos orientados a aprovechar condiciones favorables en los mercados externos.

El incremento en el volumen de las exportaciones tuvo un impacto significativo en atenuar la reducción del gasto agregado (ese incremento representó casi 2% de la demanda global de 1994). El impulso de las exportaciones prolongó un movimiento que se había observado en el año anterior. Si bien la suba de las ventas externas estuvo influida en algunos sectores por la menor absorción local, también se apreció el efecto de las tendencias en general positivas de los mercados internacionales, y de las mejoras que se habían venido operando en la capacidad de oferta hacia esos mercados. El crecimiento que se observó en 1995 abarcó a las principales categorías de bienes, tanto de origen primario como manufacturados; desde el punto de vista geográfico, se destacó el aumento de las ventas al Brasil. Por su parte, se contrajo el volumen de importaciones, luego de varios años de rápido incremento. La disminución registrada en 1995 respondió a una significativa baja en la demanda por bienes finales de importación, mientras que se mantuvo (con, incluso, un leve incremento) el nivel de las importaciones de bienes intermedios.

Una referencia que puede ser útil resulta de comparar la conformación de los grandes agregados macroeconómicos en 1995 y 1993. En ambos períodos, tanto el consumo como la inversión fija alcanzaron valores similares (o sea que, para los dos componentes de la demanda interna, la recesión de 1995 revirtió aproximadamente los aumentos operados en el año anterior). Por su lado, tanto el PBI como el volumen de importaciones fueron algo superiores en 1995 que en 1993 (en 2.5 y 6.5%, respectivamente). La diferencia más marcada se registró en las exportaciones, cuyo nivel en 1995 superó en casi 40% al de dos años atrás. En otros términos, un volumen parecido al de 1993 en el gasto interno correspondió en 1995 con una significativa reducción en el valor negativo del saldo físico del intercambio de bienes y servicios, atribuible a mayores ventas al exterior. Estos movimientos podían verse como un signo de que se había reforzado la base de exportaciones a efectos de sostener los niveles de demanda interna, mientras que los mercados internacionales de bienes y de crédito mostraban perspectivas aceptables para el comercio y el financiamiento del país.

Al mismo tiempo, la recesión de 1995 generó dificultades para diversos grupos y sectores, y es probable que haya trastocado las decisiones de muchos agentes (cuyos planes presumiblemente se basaban en la expectativa de que los patrones de comportamiento previos se mantuvieran, o se modificaran gradualmente). Al margen de su impacto directo, esa experiencia actuó sobre las percepciones de los agentes y, a través de ellas, sobre los planes de gasto. Hacia mediados de 1996, se habían afianzado las señales de que la actividad económica se encontraba en una fase de recuperación. De todos modos, ésta era aún incipiente, y no alcanzaba homogéneamente al conjunto de sectores. Más allá de lo inmediato, se planteaba la cuestión sobre cómo se perfilarían las nuevas tendencias de la economía y, en particular, hasta qué punto persistirían efectos del episodio del año anterior.

## ii) La evolución de los principales sectores

En el primer trimestre de 1995 el PBI total y los niveles de producción de los grandes sectores de actividad registraron todavía variaciones positivas con respecto a igual período del año anterior. La tónica recesiva se hizo manifiesta en el segundo trimestre y, en especial, durante la segunda mitad de 1995, cuando se estima que el PBI agregado fue cerca de 8% inferior al de la última parte de 1994. La caída en la producción alcanzó particularmente a los sectores más directamente vinculados a la evolución del mercado interno, y cuya demanda responde más elásticamente a las variaciones del gasto.

Considerando al año en su conjunto, se observaron mermas considerables en el producto de la construcción y de la industria manufacturera; esta última fue la única de las grandes agrupaciones de actividades cuyo PBI descendió por debajo del nivel alcanzado en 1993, si bien hubo una marcada heterogeneidad en la evolución de las diferentes ramas que componen el sector. Pese a la sequía que afectó a ciertos cultivos, se incrementó el producto agropecuario, cuyo desenvolvimiento se vio estimulado por los mejores precios internacionales. Asimismo, se mantuvo el impulso de la actividad minera, con nuevos incrementos en los volúmenes extraídos de petróleo y gas natural. La producción de los sectores de servicios básicos no mostró el dinamismo de años anteriores, pero tampoco registró un impacto fuerte de las condiciones recesivas; en particular, se observó un (relativamente leve) aumento en el rubro de electricidad, gas y agua (véase el cuadro 13).

Un hecho destacable durante la fase expansiva del período 1991-1994 había sido el rápido incremento en el producto de los servicios diversos, en consonancia con la fuerte suba del gasto. Simétricamente, la retracción de 1995 tuvo un impacto significativo sobre estos sectores si bien, en conjunto, su producto declinó algo menos que la media. La reducción de la demanda interna indujo una fuerte caída de la actividad comercial, al tiempo que, aparentemente, se reforzaron las tendencias que se venían observando en la conformación de la oferta del sector, con un mayor peso de establecimientos de tamaño comparativamente grande. Por su parte, la actividad del sector financiero se vio afectada por la caída en el volumen de fondos intermediados. Aunque no se cuenta con datos precisos acerca de la evolución del heterogéneo agregado de los otros servicios, parecería que en 1995 la recesión se manifestó en diferentes actividades de ese conjunto. El comportamiento futuro de los sectores de servicios y del comercio parecía importante desde el punto de vista de las perspectivas del mercado de trabajo, dado el peso considerable de esas ramas en la generación de empleo.

### El sector agropecuario

El producto agropecuario se elevó nuevamente (en 1.7%) en 1995, aunque a menor ritmo que en el año previo. La cosecha de granos de la campaña 1994-1995 superó holgadamente las 44 millones de toneladas, lo que constituyó el registro más alto de la serie, y representó una suba de 9% con respecto al volumen del anterior ciclo agrícola. Este resultado se obtuvo a partir del incremento en el área sembrada y de un ligero aumento en los rendimientos medios por hectárea. La suba en la producción estuvo difundida entre los principales cultivos, con la única excepción del sorgo (cuya producción venía ya mostrando una tendencia declinante). Así, dentro del conjunto de los cereales, la cosecha de trigo creció en más de 17%, mientras que la de maíz se incrementó en cerca de 10%. Por su parte, en el grupo de los granos oleaginosos, la producción de girasol aumentó fuertemente (en 34%, de 4.1 a 5.5 millones de toneladas), al tiempo que la suba

Cuadro 13

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

	Miles de pesos a precios de 1986				:Composición porcentual :		Tasas anuales de crecimiento			
	1992	1993	1994	1995(b)	1980	1995(b)	1992	1993	1994	1995(b)
Producto Bruto Interno	11158.7	11832.0	12708.0	12150.0	100.0	100.0	8.7	6.0	7.4	-4.4
Bienes	4769.1	4979.6	5284.6	5011.4	45.5	41.2	7.6	4.4	6.1	-5.2
Agricultura	871.2	862.5	895.3	910.5	6.9	7.5	0.1	-1.0	3.8	1.7
Minería	257.0	272.4	304.3	317.4	2.3	2.6	8.2	6.0	11.7	4.3
Industria manufacturera	3017.0	3152.8	3285.2	3071.6	28.1	25.3	7.3	4.5	4.2	-6.5
Construcción	623.9	691.9	799.8	711.9	8.2	5.9	21.7	10.9	15.6	-11.0
Servicios básicos	766.0	827.6	888.1	...	5.5	...	9.5	8.0	7.3	...
Electricidad, gas y agua	213.5	237.0	251.4	258.0	1.5	2.1	5.4	11.0	6.1	2.6
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	552.5	590.6	636.7	...	4.0	...	11.2	6.9	7.8	...
Otros servicios	5514.2	5910.2	6413.0	6180.2	49.0	50.9	7.4	7.2	8.5	-3.6
Comercio, restaurantes y hoteles	1862.5	1946.3	2102.0	1933.9	17.9	15.9	9.2	4.5	8.0	-8.0
Finanzas, seguros y servicios prestados a las empresas	1756.5	1932.2	2179.5	...	14.3	...	13.2	10.0	12.8	...
Servicios comunales, sociales y personales	1895.2	2031.7	2131.5	...	16.8	...	1.0	7.2	4.9	...
Otros (c)	109.4	114.6	122.3	82.8	0.0	0.7	.	.	.	.

FUENTE : Ministerio de Economía, BCRA y Oficina de la CEPAL en Buenos Aires sobre la base de datos de esas fuentes.

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

(b) Cifras provisorias.

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



proporcionalmente más leve de la cosecha de soja (3.4%) llevó el volumen obtenido por encima de las 12 millones de toneladas (véase el cuadro 14).

La producción de granos se vio estimulada durante 1995 por la evolución de los precios internacionales (cuyas perspectivas, al margen de impulsos coyunturales, fueron fortalecidas por el acuerdo de los países europeos en el marco de la Ronda Uruguay a ir reduciendo sus subsidios). Ese comportamiento mejoró los precios relativos de la agricultura en términos de los insumos del sector, y también con respecto a la ganadería vacuna. Si bien en el transcurso del año una sequía afectó a la siembra de algunos granos, y la crisis financiera influyó sobre la oferta de crédito hacia el sector, las expectativas favorables acerca de la actividad agrícola se reflejaron en una sostenida demanda en el mercado de tierras, donde se volvió a notar una activa presencia de inversionistas del exterior. Sin embargo, se produjo una merma apreciable en las ventas de tractores y maquinaria agrícola. Por otro lado, en los últimos años se vino apreciando una difusión de cambios tecnológicos en una variedad de cultivos, con un mayor empleo de insumos (tales como fertilizantes y agroquímicos) y modificaciones en los métodos de labranza y en los tipos de semilla utilizados, aunque tal vez esos cambios no alcanzaron homogéneamente a diferentes categorías de explotaciones.

El área sembrada se redujo algo en la campaña 1995-1996, lo que resultó atribuible a la baja de la superficie con trigo, por efecto de la sequía; ello más que compensó el incremento en la siembra de oleaginosos (particularmente el girasol). En cuanto a los resultados de la campaña, se estimaba una significativa caída en la producción de trigo, y una merma (de menor intensidad) en la de maíz, que redujo el volumen agregado del conjunto de granos, pese a las subas en las cosechas de soja, sorgo y girasol. En todo caso, durante los primeros meses de 1996 los precios evolucionaron en términos generales de manera positiva, lo que incentivaba el aumento de la actividad, y se reflejaría en la siembra del venidero ciclo agrícola.

Con respecto a los demás cultivos, durante 1995 se observó un significativo incremento en la siembra de algodón, mientras que la producción de hortalizas y legumbres varió en forma heterogénea, con subas en algunos productos (como la papa y el poroto) y disminuciones en otros. La superficie sembrada con frutas en la campaña 1994-1995 fue similar a la del ciclo anterior; sin embargo, se redujo la cosecha debido a factores climáticos. Dentro de este grupo de productos también se registraron comportamientos diferenciados; así, hubo fuertes disminuciones en las cosechas de manzana, duraznos y ciruelas, mientras que aumentaba la producción de cítricos.

El producto del sector pecuario en 1995 fue similar al del año anterior. Se redujo algo la faena de ganado vacuno captada estadísticamente (que, al parecer, subestima significativamente las cifras efectivas). Hubo un leve aumento en el peso medio de los animales faenados, mientras que se elevó, también ligeramente, la proporción de hembras en la faena (véase el cuadro 15). Durante 1995 se prolongó la tendencia decreciente del consumo interno de carne vacuna (a un nivel de unos 57 kilos por habitante por año, muy por debajo de los registros históricos). Esa tendencia presumiblemente respondió a cambios en los hábitos alimenticios, aunque en la evolución del año habría actuado también la disminución en el ingreso agregado. En todo caso, la reducción de la demanda interna implicó que una mayor proporción de la faena se destinara a la exportación, cuyo volumen se incrementó significativamente. Los precios del ganado vacuno aumentaron levemente, de modo que registraron una pequeña caída en relación a los bienes

Cuadro 14.

## ARGENTINA. SUPERFICIE SEMBRADA Y PRODUCCION AGRICOLA

	Superficie sembrada (a)				Producción (a)			
	(millones de hectáreas)				(millones de toneladas)			
	1992/93	1993/94	1994/95 (b)	1995/96 (b)	1992/93	1993/94	1994/95 (b)	1995/96 (b)
Cereales	11.1	11.1	11.6	11.0	25.2	24.9	26.6	23.2
Principales cereales	8.3	8.4	8.9	8.5	22.6	22.1	24.4	21.2
Trigo	4.5	4.9	5.3	4.7	9.9	9.6	11.3	8.7
Sorgo	0.8	0.7	0.6	0.6	2.7	2.1	1.7	1.9
Maíz	3.0	2.8	3.0	3.2	10.0	10.4	11.4	10.6
Oleaginosos	7.8	8.2	9.2	9.5	13.3	16.1	18.0	18.9
Lino	0.2	0.1	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
Girasol	2.2	2.2	2.9	3.2	3.0	4.1	5.5	6.0
Soja	5.3	5.8	6.0	6.0	9.9	11.7	12.1	12.5
Maní	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
Total granos	18.9	19.3	20.8	20.5	38.5	41.0	44.6	42.1

FUENTE : Secretaría de Agricultura, Ganadería y Pesca y Junta Nacional de Granos.

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

(b) Cifras preliminares o estimadas.

Cuadro 15

## 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 (b) (%)	Consumo per cápita (kg/hab/año)	Precios del novillo relativos a:	
			(a) (%)				Precios industriales (c) (Índices, 1986=100)	Precios del trigo (d)
1986	52.5	13.8	26.3	209	45.6	89.0	100.0	100.0
1987	51.0	12.5	24.5	211	43.4	81.5	122.7	112.8
1988	50.5	12.0	23.8	216	39.5	77.7	97.0	76.1
1989	49.5	12.1	24.4	209	42.6	76.1	93.9	77.1
1990 (e)	50.3	12.4	24.7	215	40.6	71.3	74.0	79.5
1991 (e)	51.2	12.6	24.6	206	42.1	72.4	85.5	126.4
1992 (e)	51.6	11.7	22.7	212	41.5	65.7	102.9	112.2
1993 (e)	52.2	11.9	22.8	211	42.0	65.7	88.0	95.9
1994 (e)	...	11.9	...	209	42.0	62.2	84.4	89.5
1995 (e)	...	11.7	...	211	42.8	57.1	83.1	64.8

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

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

(b) La faena tipificada representa entre el 75% y el 80% de la faena comercial (registrada) total.

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

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

(e) Cifras preliminares y proyecciones. La faena total desde 1992 se estimó por extrapolación empleando como indicador a la faena tipificada.

industriales, y una netamente más marcada con respecto a los granos. Al mismo tiempo, la actividad experimentó los efectos de la sequía en la zona pampeana. Por contraste, la eliminación de la aftosa -en abril de 1996 se completaron dos años sin que se registraran casos de la enfermedad en el ganado- abrió la perspectiva de acceso a nuevos mercados externos.

El resto de la actividad pecuaria tuvo una evolución variada. Se redujo la producción de ovinos y porcinos mientras que, en cambio, siguió en aumento la producción de aves (esta vez, en cerca de 13%). Por su parte, volvió a elevarse la producción de leche (en 10%), prolongando el fuerte ascenso observado en los años recientes. Este comportamiento obedeció en parte al impulso de las exportaciones de productos lácteos, que se destinan principalmente a Brasil.

La producción pesquera creció con intensidad (21%) en 1995, superando largamente el millón de toneladas. El volumen de la captura se incrementó en casi todas las especies; en particular, la extracción de merluza aumentó en más de 30%. El incremento de la producción en 1995 dio lugar a una fuerte suba de las exportaciones (que excedieron los 800 millones de dólares), al tiempo que la demanda interna mostró una leve suba.

### La minería

Aunque el producto del sector minero se incrementó a una tasa menor que en los años anteriores, la actividad mantuvo un movimiento claramente creciente. Esto estuvo asociado principalmente con la continuación de la tendencia al aumento de la extracción de hidrocarburos: así, en 1995, la producción de petróleo se elevó en 8% (hasta superar los 41 millones de metros cúbicos), y la de gas natural en 9% (véase el cuadro 16). En el período reciente, la minería de combustibles había venido atrayendo un considerable volumen de recursos; en diversos casos, los proyectos respectivos involucraron la participación de empresas e inversores externos. Este panorama general no varió en 1995.

La extracción de materiales de construcción estuvo afectada por la menor actividad de ese sector; la reducción de la demanda llevó incluso a la interrupción de la actividad de algunas empresas mineras. Por contraste, se reforzaron las perspectivas de la minería de metales, sector en el que se preveían inversiones de magnitud. En 1995 se iniciaron los trabajos de infraestructura en un importante yacimiento de cobre y oro, y se iniciaron o avanzaron proyectos para la extracción de minerales como cobre, oro, plata y litio.

### La industria manufacturera

A lo largo de la expansión económica del período 1991-1994, la industria manufacturera mostró comportamientos variados según el sector, y que también se fueron modificando con el tiempo. En el agregado, el producto industrial registró un significativo aumento durante ese lapso (de cerca de 6% anual en promedio). Sin embargo, a diferencia del patrón usual, el nivel de actividad manufacturera varió con menor intensidad que el PBI total. En esta fase expansiva se destacó el muy fuerte incremento de la producción de bienes durables de consumo, en especial los automóviles, como respuesta a la aguda suba de la demanda interna. Por contraste, otras ramas manufactureras (como algunos sectores

Cuadro 16

## ARGENTINA. INDICADORES DE LA PRODUCCION MINERA

	1992	1993	1994	1995 (a)	Tasas anuales de crecimiento			
					1992	1993	1994	1995
1. Producto bruto interno de la minería a precios de mercado (Miles de pesos a precios de 1986)	257.0	272.4	304.3	317.4	8.2	6.0	11.7	4.3
2. Producción de algunos minerales importantes								
Petróleo (millones de m <sup>3</sup> )	32.2	34.5	38.7	41.7	13.4	7.1	12.2	7.8
Gas natural (millones de m <sup>3</sup> )	25043	26632	27400	29882	1.6	6.3	2.9	9.1

FUENTE : Ministerio de Economía, BCRA y Secretaría de Energía.

(a) Cifras provisionarias.

de la industria textil y de la de maquinarias) tuvieron dificultades para adaptarse a la más intensa competencia externa, y contrajeron su producción, pese a la mayor absorción de bienes en el mercado local. Las actividades productoras de bienes intermedios de uso difundido (e.g. siderúrgicos, petroquímicos, papel), que habían sido poco afectadas por la recesión de finales de los ochenta en virtud de su acceso comparativamente fluido a la exportación, no mostraron en general dinamismo en la primera etapa de la expansión, al enfrentar una conjunción de bajos precios internacionales con costos internos en alza. No obstante, en los años siguientes, estos sectores incrementaron su nivel de actividad, en parte a raíz de la recuperación de los precios internacionales.

Más allá de la evolución cuantitativa, durante ese período se observaron cambios apreciables en el funcionamiento y la configuración del sector manufacturero. Estos cambios se vieron inducidos por una variedad de estímulos. Por un lado, la fuerte caída de la inflación amplió el horizonte temporal de las decisiones de las empresas, y las orientó hacia los aspectos productivos y comerciales del negocio, al tiempo que (al facilitar la actividad de búsqueda por parte de los compradores) aumentaba la sensibilidad de la demanda a los precios y a las características de los productos. A estos efectos, que reforzaban las presiones competitivas sobre las firmas, se agregó la liberalización del comercio exterior, que (con ciertas excepciones, como las que estableció el régimen de la industria automotriz) dio lugar a una fluida oferta de bienes importados. Asimismo, tuvo consecuencias visibles el incremento del comercio dentro del Mercosur. Por otro lado, se elevó intensamente el gasto interno en bienes industriales, mientras que se registraban significativos movimientos de precios relativos; en particular, los bienes de capital se abarataron apreciablemente con respecto a la mano de obra, si bien ello se vio moderado por las políticas dirigidas a reducir los impuestos sobre los salarios.

Las formas de adaptación a las modificaciones en el entorno variaron entre firmas y sectores. En términos generales, se observó un incremento de la incorporación de bienes de capital (aunque éste fue menos marcado que en otras actividades, tales como los servicios recientemente privatizados), que tuvo carácter difundido, pero que alcanzó particularmente a las ramas como la industria de la alimentación (cuyas perspectivas de acceso a los mercados externos se reforzaron con el funcionamiento del Mercosur) y la automotriz. Asimismo, muchos establecimientos variaron su utilización de bienes intermedios, con una mayor intensidad de insumos importados. Por otra parte, hubo cambios apreciables, aunque de medición más difícil, en los modos de operación y gestión de las firmas. Como resultado, se observó un considerable aumento en la productividad agregada del trabajo en la industria, al punto que el sector manufacturero redujo su empleo mientras que, en el conjunto, aumentaba significativamente la producción. Al mismo tiempo, muchas firmas reorientaron su estrategia comercial; ésto se manifestó en el uso de los canales de distribución para la venta de bienes no producidos por la propia empresa, y en una mayor atención al mercado ampliado en el Mercosur, tanto en lo que respecta a la salida de la producción como al abastecimiento de bienes a la firma. Los cambios en el funcionamiento del sector se correspondieron con modificaciones en la conformación de la oferta, determinadas por salidas de empresas o establecimientos y por numerosas operaciones de asociación entre firmas o traspasos de propiedad, que en una variedad de casos (especialmente en los tramos de empresas de mayor tamaño y en sectores como el de alimentos y el de bienes diferenciados de consumo masivo) involucraron el ingreso o la expansión de empresas extranjeras.

La evolución de la industria manufacturera en 1995 mantuvo algunas de las características observadas en los años anteriores, mientras que otras fueron netamente distintas. Ya durante 1994 se había registrado una cierta atenuación de la demanda interna de bienes industriales, al tiempo en que se elevaban las exportaciones. En 1995, las ventas al mercado local disminuyeron significativamente, pero la demanda externa fue generalmente sostenida. De ahí que se diferenciaron claramente los desempeños de los sectores según su capacidad de canalizar oferta hacia las exportaciones. De todos modos, el aumento en el volumen de los bienes colocados en el exterior no impidió la caída (de cerca del 6%) en la producción manufacturera agregada (véase el cuadro 17). Por otro lado, las restricciones al financiamiento y la pesadez de los pagos, en especial, en la primera mitad del año, afectaron a muchas firmas, sobre todo en los segmentos de tamaño pequeño y mediano (dentro de los cuales se registró un significativo número de cierres y quiebras). Todo ello se reflejó en una menor inversión en bienes de capital. Sin embargo, siguieron actuando los incentivos para reforzar la posición competitiva de las firmas a través de cambios organizacionales y, especialmente en algunas ramas (e.g. alimentos, productos químicos de consumo), continuó la incorporación de empresas exterior.

Si bien durante el primer trimestre de 1995 el nivel de la producción manufacturera se mantuvo en valores comparativamente altos, desde comienzos del año se observaron dificultades en la evolución de la actividad que, en particular, se reflejaron en los flujos del crédito comercial y en los pagos entre empresas. A partir de abril se registró una clara inflexión descendente en el producto. Ello respondió a la disminución de la demanda, que se había hecho manifiesta desde algunos meses antes. De acuerdo con algunos indicadores cualitativos, la demanda dirigida a la industria habría alcanzado sus valores mínimos durante el tercer trimestre, con alguna recuperación hacia el final del período, acompañada por una disminución de los inventarios. Sin embargo, la producción continuó declinando hasta los últimos meses de 1995: en el cuarto trimestre se registraron las cifras más bajas del año (netas de elementos estacionales) en los índices de actividad industrial, con niveles similares a los de cuatro años atrás. De todos modos, la demanda siguió mostrando síntomas de repunte en los primeros meses de 1996, lo que empezó a tener efectos observables sobre la producción.

Las industrias alimenticias, dentro de su diversidad, se contaron entre los sectores en los que los cambios de comportamiento fueron más marcados en los años recientes, dadas la incorporación de tecnologías en diversas actividades de la rama y la creciente participación en mercados externos. En 1995 se elevaron nuevamente las exportaciones, si bien declinaron las ventas al mercado interno. Así, pese a la recesión de la demanda local, se expandió la producción de diversos bienes exportables: tal fue el caso de los aceites vegetales (cuya oferta aumentó en 23% en 1995 en relación a la de 1994) y de los lácteos. Por contraste, se redujo la producción en rubros como el de bebidas, más sensibles a la evolución del consumo interno.

También resultó heterogénea la evolución de la actividad en las industrias químicas. Se registraron aumentos en la producción de un variado conjunto de bienes básicos (soda cáustica, PVC, polietileno, polipropileno, ácido sulfúrico), mientras que disminuyó la producción de artículos de consumo como los jabones y los productos farmacéuticos, y también la de derivados del petróleo.

Cuadro 17

## ARGENTINA. INDICADORES DE LA PRODUCCION MANUFACTURERA

	1992	1993	1994	1995	: Tasas anuales de crecimiento		
					: 1993	1994	1995
1. Producto bruto interno de la industria manufacturera a precios de mercado (Miles de pesos a precios de 1986)	3017.0	3152.8	3285.2	3071.6	4.5	4.2	-6.5
2. Producción de algunas manufacturas importantes							
Hierro primario (miles de tons.) (a)	1989	2154	2656	2898	8.3	23.3	9.1
Acero crudo (miles de tons.)	2680	2870	3274	3575	7.1	14.1	9.2
Laminados terminados en caliente (miles de tons.) (b)	2411	2862	3444	4811	18.7	20.3	39.7
Laminados planos en frío (miles de tons.) (c)	718	780	1092	1170	8.6	40.0	7.1
Aluminio primario (miles de tons.)	153	171	173	183	11.8	1.2	5.8
Cemento (miles de tons.) (d)	5068	5640	6298	5476	11.3	11.7	-13.1
Pasta de papel (miles de tons.)	771	787	827	839	2.1	5.1	1.5
Acido sulfúrico (miles de tons.)	222	194	192	...	-12.6	-1.0	...
Automotores (miles de unidades)	262	342	409	285	30.5	19.6	-30.3
Tractores (unidades)	3783	2926	3667	2551	-22.7	25.3	-30.4
Calefactores y estufas (miles de unid.)	364	386	406	196	6.0	5.2	-51.7
Lavarropas (miles de unidades)	756	801	702	458	6.0	-12.4	-34.8

FUENTE : Ministerio de Economía, BCRA y Oficina de la CEPAL en Buenos Aires sobre la base de datos de esas fuentes; Centro de Industriales Siderúrgicos; Asociación de Fábricas de Automotores; Asociación de Fábricas Argentinas de Tractores y otras fuentes.

- (a) Incluye arrabio y hierro esponja.  
 (b) Incluye la producción destinada a la relaminación en frío.  
 (c) Cifras no sumables a la producción de laminados en caliente.  
 (d) Corresponde a despachos al mercado nacional y exportaciones.



El producto de la industria siderúrgica volvió a incrementarse en 1995, no obstante la retracción de las ventas internas. La producción de hierro primario y de acero crudo se elevó (en ambos casos) cerca de 9%. Por su parte, la producción de laminados no planos fue similar a la de 1994, dadas las menores ventas de hierro redondo destinado a la construcción. Por contraste, se amplió la producción de tubos sin costura (que abastecen a la extracción de petróleo, y buena parte de cuya oferta es para exportación) y de planos, tanto laminados en caliente como en frío. Asimismo, aumentó la refinación de metales no ferrosos como el aluminio y el zinc.

Por contraste, las industrias metalmeccánicas registraron una aguda contracción. En 1994 se había observado ya una merma en la producción de algunos artículos para el hogar. La declinación fue intensa y generalizada en 1995: la producción de heladeras disminuyó en más de 25%, al tiempo que la de lavarropas caía en 35% y la de televisores en más de 60%. La abrupta caída de la demanda respondió a una revisión de los planes de gasto de los consumidores, y tuvo lugar pese a las reducciones de precios que experimentaron esos artículos.

También se observó una fuerte baja en el producto de la industria automotriz. La producción de vehículos terminados disminuyó en 30% en 1995 (a menos de 300 mil unidades), no obstante el incremento de las ventas al Brasil. La retracción de la demanda interna tuvo también efecto sobre las importaciones, que se redujeron marcadamente. Durante 1995 se perfilaron cambios significativos en la conformación de la industria, vinculados en parte a las estrategias de las empresas en el Mercosur (dentro del cual el régimen para el comercio de automotores fue un tema de discusión, que dio lugar a la concreción de un acuerdo entre Argentina y Brasil a comienzos de 1996). Estos cambios tendían a una participación más directa de empresas internacionales (en contraste con el otorgamiento de licencias o la asociación con firmas locales) y a un mayor énfasis sobre la producción de autopartes para abastecer a las terminales del mercado ampliado.

### La construcción

La caída de cerca de 11% en el producto de la construcción interrumpió un movimiento de rápida suba que se había manifestado (luego de una aguda recesión) en el cuatrienio anterior (véase nuevamente el cuadro 13). La retracción en el volumen de obras en 1995 se reflejó en la actividad de las industrias que abastecen al sector: la producción de cemento se redujo en 13%, y asimismo registraron bajas las producciones de artículos como el vidrio plano, las pinturas y los pisos y revestimientos. De acuerdo con la información referida al área metropolitana, la menor actividad de la construcción abarcó a las viviendas y también a los locales comerciales.

### Los servicios básicos

Los sectores de servicios de infraestructura desaceleraron su actividad en 1995, pero no fueron alcanzados por la recesión en igual medida que otras ramas de producción. En particular, se incrementó la generación de energía eléctrica, aunque a menor ritmo que en años anteriores.

Cuadro 18

## ARGENTINA. EVOLUCION DE LOS PRECIOS INTERNOS

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Variación de diciembre a diciembre							
Indice de precios al consumidor	4923.8	1343.9	84.0	17.5	7.4	3.9	1.6
Alimentos	4778.9	1206.6	84.6	18.6	8.0	1.6	1.0
Indumentaria	5428.6	1031.0	71.7	4.3	-3.3	-1.8	-3.1
Otros bienes y servicios	4945.9	1511.5	85.8	19.1	8.9	6.8	3.0
Indice de precios al por mayor	5386.4	798.4	56.7	3.2	0.1	5.8	6.0
Productos importados	5961.0	406.1	69.4	4.4	-5.4	19.5	-0.3
Productos nacionales	5323.0	846.8	55.9	3.1	0.5	4.9	6.5
Agropecuarios	5526.3	659.8	62.2	9.9	0.1	2.9	16.2
Manufacturados	5289.1	879.2	55.1	2.1	0.6	5.2	5.0
Variación media anual							
Indice de precios al consumidor	3079.5	2314.0	171.7	24.9	10.6	4.2	3.4
Alimentos	3050.5	2129.4	161.1	30.2	10.3	1.4	2.8
Indumentaria	3567.8	1880.5	151.3	10.7	-0.9	-2.5	-2.0
Otros bienes y servicios	3012.2	2541.8	184.0	23.3	13.0	7.7	4.9
Indice de precios al por mayor	3432.6	1606.9	110.5	6.0	1.6	0.7	7.8
Productos importados	3748.3	1097.4	87.8	0.4	0.2	4.7	12.8
Productos nacionales	3397.1	1669.9	112.4	6.4	1.7	0.4	7.4
Agropecuarios	3485.6	1492.0	95.1	18.0	5.8	-8.6	13.3
Manufacturados	3382.7	1699.6	114.9	4.9	1.1	1.8	6.6

FUENTE: Instituto Nacional de Estadística y Censos.

Al margen de la evolución de corto plazo, los servicios básicos atrajeron en los últimos años voluminosos recursos, luego de las operaciones de privatización, que dieron lugar a la transferencia de buena parte de las actividades antes cubiertas por entes del estado nacional. Durante 1995 estuvo en discusión la privatización de algunos emprendimientos, tales como la represa (binacional) de Yaciretá, centrales nucleares y empresas provinciales de energía. Por otro lado, los planes de inversión previstos para los años venideros en los sectores de servicios alcanzaban montos muy significativos, en áreas como las telecomunicaciones, la provisión de agua y el transporte de gas.

## b) Los precios, los salarios y el empleo

### i) Los precios

Un patrón típico en las contracciones de la actividad en la Argentina durante las décadas pasadas había sido que ellas se asociaran con aceleraciones en la tasa de inflación y con amplios movimientos en los precios relativos. En 1995, la economía se ajustó a una perturbación en el financiamiento externo en un contexto monetario muy distinto, dados el estricto anclaje del tipo de cambio y la experiencia acumulada por los agentes al operar por varios años en condiciones de muy baja inflación. De ahí que, en esta oportunidad, los comportamientos de formación de precios reflejaran, por un lado, expectativas adaptadas a una muy lenta evolución de los precios agregados y, por otro, la percepción de una caída considerable en la demanda interna. Así, a lo largo del período, la tónica de muchos precios tendió a la baja, excepto para aquellos productos vinculados a mercados internacionales con cotizaciones en aumento.

El IPC se elevó en 1.6% en 1995, o sea menos de la mitad que en el año anterior (véase el cuadro 18). Una parte sustancial de ese incremento se concentró en enero (mes en que el índice creció 1.2%), cuando se combinaron subas en los precios de los alimentos frescos con aumentos en servicios asociados con la temporada de verano. En el resto del año, la variación acumulada del IPC fue muy leve (no obstante el significativo aumento de la alícuota del IVA que rigió desde abril), con registros negativos en algunos meses.

El achatamiento de los precios al consumidor se prolongó en la primera parte de 1996, de modo tal que, en abril y mayo, la tasa de cambio en el lapso de doce meses registró valores negativos.

Luego de un período en que se observaron movimientos apreciables en los precios relativos (y, en particular, una suba bastante intensa de los precios de los servicios con respecto a los de los bienes), en 1994 se había perfilado una convergencia de los índices de precios de diferentes rubros de la canasta de consumo a tasas de variación similares. También en 1995 fueron pequeños los desplazamientos relativos entre los componentes agregados del IPC. De todos modos, resultó significativo que, por primera vez desde comienzos de la década, no se incrementara el precio relativo de los servicios privados en términos del nivel general del índice (véase el cuadro 19). Por su parte, los ajustes de precios de servicios públicos superaron levemente la variación del IPC. A lo largo de 1995 se prolongó el movimiento declinante en los precios nominales de la indumentaria mientras que, al margen de las oscilaciones estacionales, los precios de los alimentos acumularon una variación (cercana al 1%) algo inferior a la media del índice.

Cuadro 19

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

Período	Indice de precios mayoristas				Indice de precios al consumidor		Salario medio normal en la industria	Tipo de cambio comercio exterior (b)	M1 (desestacionalizado) (c)	M2 (desestacionalizado)
	Total	Agropecuario	Nacional no agropecuario	Productos importados	Nivel general	Servicios privados				
1988	14.9	15.4	14.9	14.6	14.1	13.0	14.3	12.8	13.1	15.1
1989	39.6	39.9	39.4	40.8	38.6	40.9	37.3	42.1	36.6	29.7
1990	20.1	18.4	20.9	14.5	24.9	28.5	24.7	14.1	22.7	21.4
1991	3.8	4.1	3.7	4.5	5.2	5.9	4.6	6.2	7.8	6.1
1992	0.2	0.8	0.2	0.3	1.4	1.9	1.1	0.4	3.4	4.0
1993	0.0	0.0	0.1	-0.5	0.6	0.9	0.5	0.0	2.5	2.9
1994	0.5	0.2	0.4	1.5	0.3	0.4	0.3	0.0	1.0	1.0
I	-0.1	-2.5	0.2	0.2	0.1	0.8	0.2	0.0	5.0	2.9
II	0.9	0.7	0.9	1.2	0.3	0.3	0.6	0.0	-4.8	-2.7
III	0.4	1.3	0.3	2.0	0.6	0.4	0.4	0.0	3.7	1.2
IV	0.7	1.4	0.6	2.7	0.3	0.3	0.2	0.0	0.4	2.6
1995	0.5	1.3	0.4	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.2	-0.4
I	0.4	-0.6	0.6	-0.1	0.3	0.5	0.0	0.0	1.5	-3.5
II	1.0	1.1	1.0	0.9	0.1	0.0	0.0	0.0	-4.7	-1.7
III	0.4	3.2	0.1	-0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	3.1	-0.5
IV	0.1	1.3	-0.1	-0.8	0.1	0.1	0.0	0.0	1.2	5.1

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

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

## Cuadro 20

## ARGENTINA. EVOLUCION DE LAS REMUNERACIONES REALES (a)

Salario real normal y permanente por ocupado

## A. Variaciones anuales (b)

	1989	1990	1991(c)	1992(c)	1993(c)	1994(c)	1995 (c)
Industria Manufacturera							
Variación media	-19.1	4.7	1.3	1.3	-1.4	0.8	-1.2
Variación entre extremos	-32.9	31.5	-4.9	-1.9	-1.4	-0.2	-0.9

## B. Variaciones trimestrales (b)

	1994 (c)				1995 (c)			
	I	II	III	IV	I	II	III	IV
Industria Manufacturera								
Variación media	0.4	0.8	-0.8	-0.1	-0.8	0.0	-0.2	-0.2
Variación entre extremos	0.2	0.5	-0.3	-0.6	-0.3	-0.1	-0.3	-0.1

FUENTE: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos de la Secretaría de Seguridad Social y FIEL.

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

Por segundo año (y en marcado contraste con lo observado en los períodos previos), en 1995 los precios al por mayor se elevaron con respecto al IPC. La suba de 6% en el IPM reflejó principalmente aumentos de precios internacionales, especialmente en los productos de base agropecuaria. En todo caso, esos movimientos dieron lugar a una ligera recuperación de los precios relativos de los bienes industriales, tanto con respecto a los servicios como a los salarios.

## ii) El empleo y los salarios

La evolución del mercado de trabajo en 1995 estuvo marcada por dos determinantes macroeconómicos: la estabilidad de los precios y la caída del nivel de actividad. Ambos hechos se reflejaron en los movimientos de los salarios y del empleo, en un mercado laboral cuyo desempeño en los años recientes había mostrado características particulares. Así, pese al significativo incremento del producto, entre fines de 1990 y fines de 1994 se había reducido la tasa de ocupación (es decir que la generación neta de empleos había quedado por debajo del ritmo de crecimiento de la población) lo que, unido a una significativa suba en los índices de participación laboral, había dado lugar a un aumento de la tasa de desempleo –un fenómeno inusual en un período de expansión económica. Al mismo tiempo, los salarios evolucionaron de manera heterogénea según el sector; a juzgar por los índices referidos a la industria manufacturera, en líneas generales, las remuneraciones habrían variado durante ese período aproximadamente en consonancia con los movimientos de los precios al consumidor (véase el cuadro 20), de forma que, en particular, los salarios crecieron significativamente en términos de los precios de los bienes industriales.

El comportamiento del empleo en ese lapso respondió probablemente a impulsos de distinto tipo. Del lado de la demanda de trabajo, actuaron los incentivos percibidos por las empresas a incrementar la productividad de la mano de obra, a través de cambios en la organización de las tareas o de la incorporación de maquinaria (cuyo precio relativo al del trabajo disminuyó considerablemente). Estos incentivos tuvieron particular efecto en sectores como el manufacturero y el de los servicios privatizados. Por otro lado, al margen de los aumentos en la ocupación en algunos estados provinciales, la evolución del empleo público estuvo orientada por un criterio de contención del gasto. En contraste, el incremento del gasto interno permitió un aumento de la ocupación en el comercio y diversas actividades de servicios. Desde el lado de la oferta de trabajo, no resulta fácil identificar un motivo único para el incremento en la tasa de participación. En todo caso, el aumento fue importante, y dio cuenta de una parte sustancial de la suba en el coeficiente de desempleo entre 1991 y 1994.

Al tiempo en que se generaba un exceso de oferta de trabajo, varió el funcionamiento de los mercados laborales y la configuración de la demanda. Más allá de las modificaciones en las normas sobre las relaciones de trabajo (que tendieron a flexibilizar el régimen de trabajo, si bien ciertos aspectos como la negociación de los salarios básicos por rama de actividad no fueron alterados) parece haber habido cambios en las prácticas de empleo: un ejemplo sería el de las empresas manufactureras que, en lugar de realizar tareas de servicios vinculadas a su actividad con personal propio, las asignaron a contratistas (lo cual, en términos de la interpretación de los datos, tendía a reducir el empleo en la industria, todo lo demás constante). Por otro lado, aparentemente se modificó también la composición de la demanda de trabajo según la formación, las habilidades específicas y la edad requeridas para ocupar los puestos. Ello habría implicado

Cuadro 21

## ARGENTINA. EVOLUCION DEL DESEMPLEO ABIERTO

Tasas de desocupación (a)

	1990		1991		1992		1993		1994		1995	
	Abril	Octubre	Abril	Octubre	Abril	Octubre	Abril	Octubre	Abril	Octubre	Abril	Octubre
Principales áreas urbanas	8.6	6.2	6.9	6.0	6.9	7.0	9.9	9.3	10.7	12.2	18.4	16.6
Capital y Gran Buenos Aires	8.8	6.0	6.3	5.3	6.6	6.7	10.6	9.6	11.1	13.1	20.2	17.4
Córdoba	7.4	4.2	4.1	5.4	4.8	5.3	6.8	6.8	7.8	9.6	15.2	15.9
Gran Mendoza	6.0	5.8	4.2	4.4	4.1	4.4	4.4	4.6	6.0	5.1	6.8	6.7
Gran Tucumán	11.5	9.4	11.8	11.4	12.1	12.5	14.2	11.8	14.8	14.2	19.9	19.2

FUENTE : Instituto Nacional de Estadística y Censos.

(a) En porcentajes sobre la población económicamente activa.

que, para ciertos segmentos de la población potencialmente activa, la correspondencia (o falta de ésta) entre las características individuales y aquellas preferidas por los demandantes de trabajo incrementó su importancia en la determinación de las oportunidades de empleo.

El coeficiente de desocupación se había elevado por encima del 12% en la medición de octubre de 1994. La recesión de la economía que se manifestó en los primeros meses de 1995 estuvo asociada con un amplio movimiento de los índices de empleo. Así, la tasa de desocupación creció fuertemente, a un 18.4% en mayo (véase el cuadro 21). Al mismo tiempo, se incrementó, aunque con menor intensidad, la incidencia del subempleo, hasta algo más de 11% de la población activa (si bien esta cifra incluyó alrededor de 5% de esa población que no buscaba activamente otra ocupación). En consecuencia, hacia mediados de 1995 las dificultades laborales abarcaban a una proporción significativa de los oferentes de trabajo.

El fuerte aumento en la tasa de desempleo resultó del efecto combinado de una suba en la tasa de participación laboral y una reducción en la tasa de empleo. La oferta de trabajo (medida en términos de la población), que se había reducido algo a lo largo de 1994, volvió a elevarse en la medición de mayo de 1995, para superar a los valores máximos de la serie. El aumento se observó tanto en las áreas urbanas del interior del país como (y con particular intensidad) en el Gran Buenos Aires. Los rápidos movimientos de la tasa de participación no resultaron de interpretación sencilla; dado el contexto macroeconómico en el momento de la medición, es probable que haya actuado la caída de ingresos de un significativo conjunto de familias, como incentivo para la entrada al mercado de trabajo. Según los datos referidos al Gran Buenos Aires, la suba de la tasa de participación abarcó al conjunto de los grupos clasificados por sexo y edad, aunque fue particularmente intensa para las mujeres. Por su parte, la caída en la tasa de empleo fue difundida geográficamente, y llevó al coeficiente al registro más bajo desde comienzos de la década anterior.

El incremento en la tasa de desempleo fue generalizado, si bien, de acuerdo a las cifras referidas al Gran Buenos Aires, se manifestó de forma particularmente aguda entre las mujeres y los trabajadores más jóvenes. Por otro lado (también según datos sobre el Gran Buenos Aires) se observó una elevada incidencia de la desocupación (de 13%, en comparación con 9% en octubre de 1994 y menos de 5% tres años atrás) entre los individuos categorizados como jefes de hogar.

Las estadísticas para el Gran Buenos Aires también indicaron que, comparando las encuestas de mayo de 1995 y de octubre de 1994, se redujo el empleo en la industria manufacturera, en la construcción y en el comercio. En cambio, habría aumentado la ocupación en los servicios, no obstante la reducción de la demanda agregada, que alcanzó también a esas actividades. De todos modos, la debilidad de la demanda de trabajo en su conjunto se reflejó en diversos indicadores, como los que miden los despidos y suspensiones, y los que registran los pedidos de personal a través de anuncios en periódicos.

La caída en el nivel de empleo agregado se detuvo en la segunda parte del año: de hecho, la encuesta de octubre registró una leve suba en el número de personas ocupadas con respecto a la medición anterior del mes de mayo. En el Gran Buenos Aires, ello habría resultado de una cierta recuperación en el número de puestos en la industria y la construcción, que compensó la baja en el comercio. Sin embargo, dado el incremento de la población en el intervalo, el coeficiente de empleo mostró ligeras disminuciones, tanto en el área metropolitana (donde la caída en la tasa de empleo de los varones más que compensó la suba en aquella de las mujeres) como en el conjunto de los aglomerados del interior. Al mismo tiempo se observó un descenso en la tasa de participación (en el Gran Buenos Aires, ello se manifestó especialmente entre las mujeres y los jóvenes). La menor oferta de trabajo se reflejó en la tasa de desempleo, que se redujo en dos puntos para el conjunto de las zonas urbanas, si bien simultáneamente creció el coeficiente de subempleo.



Las tensiones en el mercado de trabajo que se percibieron en 1995 repercutieron sobre todo en el desempleo, pero también tuvieron ciertos efectos sobre los salarios. Las series sobre salarios de obreros industriales mostraron niveles nominales prácticamente constantes a lo largo del período, lo que implicó una leve caída en los índices de salario real. De todos modos, las remuneraciones por ocupado bajaron con mayor amplitud, dada la caída en el número medio de horas trabajadas. Por otro lado, si bien no existe una precisa información cuantitativa al respecto, parecería que fue un fenómeno más o menos difundido la renegociación de salarios hacia la baja para trabajadores en los segmentos de remuneraciones más elevadas. En cuanto a la evolución de los costos laborales, a comienzos de 1996 se reimplantaron rebajas (graduadas según el sector y la localización geográfica) en las contribuciones patronales al sistema de seguridad social, cuya vigencia había sido suspendida por motivos fiscales en el año anterior.

Durante 1995 se pusieron en práctica varias modificaciones en el régimen laboral. En particular, se redujeron los costos de despido de nuevos trabajadores en empresas pequeñas y medianas (i.e. firmas con menos de 40 ocupados). Para estas empresas también se autorizaron cambios en los sistemas de otorgamiento de licencias y en la definición de puestos de trabajo. Por otro lado, se estableció un régimen de contratos de aprendizaje para personas sin empleo de menos de 25 años de edad, que definió una relación no laboral, es decir tal que la remuneración no está sujeta a cargas de seguridad social y no hay costo para la empresa al acabar el contrato. Asimismo, se sancionó una ley que modificó el régimen de indemnizaciones por accidentes de trabajo, reemplazando el pago de parte del empleador en ocasión de una contingencia por un sistema de seguro obligatorio.

La tasa de empleo siguió disminuyendo en los primeros meses de 1996. El valor registrado en la encuesta de abril-mayo (34% de la población del conjunto de las zonas urbanas relevadas) fue inferior en 0.8 puntos porcentuales al nivel de un año atrás, que ya había constituido un mínimo histórico. La caída del coeficiente de empleo fue particularmente apreciable en el conurbano de Buenos Aires (lo cual se reflejó en las cifras del conjunto del área metropolitana, pese a que se recuperó algo el coeficiente de ocupación en la Capital), mientras que la variación fue de menor magnitud en promedio para los aglomerados del interior. Por su parte, disminuyó la tasa de participación laboral, revirtiendo la suba que había tenido lugar a principios del año anterior (también en el caso de esta variable, los movimientos fueron más acentuados en la región metropolitana que en la media del resto del país). De tal modo, la tasa de desempleo se ubicó en 17%, la cifra más alta de la serie con excepción de la de mayo de 1995. El coeficiente de subempleo se elevó a 12.7% de la población activa; un 8.4% de esta población se manifestó subempleada y activamente en búsqueda de ocupación. Es probable que, dentro del conjunto de los empleos asalariados, haya aumentado la proporción de aquellos en los que se aplican modalidades de contratación menos estables que las tradicionales.

### c) El sector externo

#### i) La cuenta corriente y el financiamiento externo

En los primeros años de la década, la Argentina enfrentó una amplia oferta de crédito externo, al tiempo que los residentes mostraban, en conjunto, una marcada propensión a incrementar el gasto. Estos comportamientos generaron entre 1992 y 1994 crecientes déficit en la cuenta corriente del balance de pagos, que en ese último año alcanzaron un máximo de cerca de 10000 millones de dólares<sup>1</sup>. Si bien a lo largo de 1994 se observaron algunos síntomas de menor fluidez en el financiamiento externo, el quiebre en la tendencia de los flujos de fondos que se observó a finales del año marcó un cambio significativo frente a la situación anterior. En 1995 se redujo fuertemente el déficit en la cuenta corriente, dado que –por primera vez desde 1991– se registró un saldo positivo en el intercambio de mercancías. La reversión del signo del balance comercial se asoció, por un lado, con el impulso de las ventas al exterior (dado, su vez, por el incremento de la oferta de bienes exportables y por el desempeño favorable de los mercados internacionales) y, por otro, con la contracción de la demanda interna.

La evolución de las cuentas del balance de pagos tuvo características distintas en diferentes momentos del año. Durante el primer trimestre, el hecho destacado fue la súbita salida de capitales privados (pese a los ingresos de fondos a través de operaciones de crédito externo de las entidades bancarias), sin que se observara una reacción igualmente rápida de la cuenta corriente; de tal modo, la caída en la demanda de activos financieros en el país repercutió en una aguda disminución de las reservas internacionales. En el segundo trimestre, el saldo en cuenta corriente dio un brusco giro (en parte debido a la estacionalidad de las exportaciones), registrando un superávit. Al mismo tiempo, el sector público obtuvo un significativo volumen de recursos a través de créditos de organismos internacionales y de la colocación de un bono en bancos del exterior. Así, se recompusieron parcialmente las reservas, aunque nuevamente hubo una salida neta de divisas (si bien menos cuantiosa que en los primeros meses) por movimientos de cartera del sector privado. La recuperación de las reservas fue leve en el tercer trimestre, pero se aceleró en los últimos meses del año (especialmente en diciembre), dado que, no obstante el saldo negativo del comercio exterior (si las importaciones se miden en términos CIF), se produjo un considerable ingreso de capitales, por las operaciones del sector público (mediante colocación de títulos, privatizaciones y préstamos de organismos internacionales) y porque las transacciones privadas volvieron a implicar un ingreso neto de fondos.

---

<sup>1</sup>Los cálculos actuales del balance de pagos incorporan modificaciones metodológicas con respecto a los previos. Esos cambios se refieren principalmente a la estimación de los activos que los residentes poseen en el exterior, lo que a su vez influye sobre la cuenta de intereses ganados. De acuerdo con la estadística elaborada con la nueva metodología (que se corresponde con la que se empleó para elaborar las series históricas contenidas en los documentos del Ministerio de Economía titulados Argentina en Crecimiento), entre 1988 y 1991 se registraron superávits en la cuenta corriente del balance de pagos, con un valor máximo en 1990, de unos 6300 millones de dólares.

## Cuadro 22

## ARGENTINA: BALANCE DE PAGOS

	1993	1994	1995
<b>CUENTA CORRIENTE</b>	-7047	-9365	-2399
Saldo mercancías	-3669	-5750	845
Exportaciones FOB	13117	15840	20969
Importaciones CIF	16786	21590	20124
Saldo servicios reales	-1417	-1345	-762
Saldo servicios financieros	-2372	-2590	-2914
Utilidades y dividendos	-1273	-1270	-1624
Intereses netos	-1099	-1320	-1290
Intereses pagados	-3223	-4240	-5426
Intereses ganados	2122	2920	4136
Transferencias	411	320	432
<b>CUENTA CAPITAL</b>	11298	10047	2297
Privatizaciones	3752	321	963
Organismos Internacionales	3213	825	4205
Oper. del sector públ. no financ. (a)	1254	2807	3741
Atrasos	-9168	0	0
Otras operac.	10422	2807	3741
Operaciones del BCRA (b)	-4179	-12	-18
Bonos del sector privado	3207	1303	1412
Otros (c)	4051	4803	-8006
<b>BALANCE GLOBAL (d)</b>	4251	682	-102
<b>FINANCIAMIENTO DEL DÉFICIT</b>	-4251	-682	102
Ajustes de valuación	230	-121	33
Variación de reservas (e)	-4481	-561	69
(- significa aumento)			

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

(a) Excepto transacciones con organismos internacionales.

(b) Excepto transacciones con organismos internacionales y ajustes de valuación.

(c) Incluye crédito comercial y movimientos de capital pendientes de clasificación por sector residente y errores y omisiones de estimación.

(d) Suma de la cuenta corriente y la cuenta capital.

(e) Incluye oro, divisas y colocaciones en divisas y otros.

Considerando al año en su conjunto, el déficit de la cuenta corriente fue de 2300 millones de dólares, en comparación con 9300 en 1994 (véase el cuadro 22). Esta fuerte reducción del déficit fue atribuible al cambio en el comercio de bienes, que pasó de un saldo negativo de 5800 millones a uno positivo de cerca de 1000 millones de dólares. Por su parte, se redujo el desequilibrio en la cuenta de servicios reales, especialmente por la disminución en los gastos por turismo en el exterior. El déficit originado en los servicios financieros se incrementó en unos 300 millones de dólares (de 2550 a 2850 millones). El aumento resultó del mayor volumen de utilidades y dividendos generados por inversiones extranjeras. Al mismo tiempo, se estima que la suba en los intereses sobre la deuda financiera se vio compensada por los más altos retornos percibidos por residentes sobre sus colocaciones en el exterior, de forma que el déficit neto en el rubro de intereses habría disminuido ligeramente.

En los tres años del período 1992-1994, si bien el monto de los ingresos de capital tuvo un orden de magnitud similar (entre los 9000 y los 11500 millones de dólares), la composición de esos flujos varió período a período. En particular, en 1994 se redujo la importancia de las privatizaciones (que habían alcanzado un elevado monto en 1993, por la venta de acciones de la empresa petrolera YPF) y se moderó el ingreso de fondos del sector privado no financiero, mientras aumentaba la participación en el ingreso neto de capitales de las operaciones del sistema financiero. De todos modos, estas variaciones fueron de pequeña entidad en comparación con los movimientos observados en las fuentes de financiamiento en 1995, dentro de los cuales se destacó la cuantiosa salida de capitales privados.

No obstante la retracción de la oferta de crédito hacia el país en buena parte del año, es probable que se haya mantenido la corriente de inversiones directas, que pareció responder en muchos casos a decisiones relativamente poco influidas por los movimientos coyunturales en la economía. Si bien no se cuenta con datos precisos sobre los flujos registrados en el período, las inversiones realizadas o en curso por parte de empresas del exterior alcanzaron una magnitud muy significativa. Estas inversiones se dirigieron especialmente hacia los sectores de servicios básicos (telecomunicaciones y energía), la explotación de recursos naturales (extracción de petróleo y gas y minería metálica) y algunos segmentos de la industria manufacturera (en ramas como la automotriz, la de alimentos y bebidas, los químicos y en menor medida el la industria del papel), así como a diversas áreas de servicios.

Por contraste, las operaciones de cartera del sector privado no financiero registraron un fuerte saldo negativo. Las colocaciones de títulos de deuda, aunque en términos netos fueron negativas en el primer trimestre, alcanzaron en el transcurso del año un volumen similar al de 1994. Sin embargo, el agregado de las diversas transacciones financieras de las empresas y del público dio lugar a una salida neta de capitales que se puede estimar en unos 9000 millones de dólares en el conjunto de 1995; como se mencionó, estos egresos de fondos se concentraron en la primera parte del año. Este flujo de activos hacia el exterior se compensó parcialmente por las tomas de crédito que efectuaron los bancos, en particular durante el primer trimestre, cuando la urgencia por mantener la liquidez de las entidades indujo la utilización de líneas del exterior.

Cuadro 23

## ARGENTINA. INDICADORES DEL ENDEUDAMIENTO EXTERNO

	1990	1991	1992	1993	1994(b)	1995 (b)
Millones de dólares						
Deuda externa total (a)	62200	65400	68300	70600	79363	89600
Pública	48800	50600	...	...	61263	67000
Privada	13400	14800	...	...	18100	22600
Intereses brutos	5189	4815	3895	3223	4240	5426
Coeficientes						
Deuda externa total / exportaciones de bienes	5.0	5.4	5.6	5.4	5.0	4.3
Intereses brutos / exportaciones de bienes	0.5	0.4	0.3	0.2	0.3	0.3

FUENTE: Oficina de la CEPAL en Buenos Aires, sobre la base de datos del BCRA, INDEC, Banco Mundial (World Debt Tables) y Ministerio de Economía.

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

(b) Las cifras presentadas en el cuadro para 1994 y 1995 son de fuente Ministerio de Economía; la estimación de la deuda externa total a fines de 1993 según ese cálculo es de 67.9 mil millones de dólares. La información no incorpora a la deuda financiera y comercial directa del sector privado.

El sector público efectuó cuantiosas operaciones de financiamiento externo. Una parte significativa de estas transacciones estuvo asociada con los préstamos de organismos internacionales, que generaron un ingreso neto de fondos de unos 4200 millones de dólares. Esas entradas de capitales fueron particularmente grandes en el segundo trimestre, cuando los desembolsos netos rondaron los 2500 millones de dólares; esos desembolsos y el efecto sobre las expectativas que generó la disponibilidad de recursos provenientes de los organismos de crédito tuvieron importancia en aliviar la tensión en los mercados financieros, ante la salida de capitales privados. A lo largo de 1995, el FMI otorgó préstamos por 2400 millones de dólares, mientras que el crédito neto del BID se acercó a los 800 millones, y el del Banco Mundial a los 700 millones.

Las privatizaciones, que se concentraron en la segunda mitad del año, indujeron un ingreso de capitales de 960 millones de dólares. Las operaciones con títulos del gobierno nacional generaron una entrada neta de algo más de 3000 millones de dólares. Con la excepción de la venta de un bono por 1000 millones de dólares a bancos de exterior en el segundo trimestre, las principales colocaciones de títulos se realizaron en la última parte del año, al recuperarse la demanda por papeles argentinos.

El conjunto de las transacciones financieras con el exterior por parte de entidades gubernamentales produjo un incremento de la deuda externa del sector público de cerca de 5700 millones de dólares (de 61300 a 67000 millones). Por su parte, pese a la salida neta de capitales del sector privado, se elevó la deuda financiera bruta de este sector con no residentes: los egresos de fondos se habrían destinado principalmente a acumular activos con el exterior, o bien a cancelar pasivos que (como en el caso del crédito comercial) no están registradas en las estadísticas sobre deuda externa. Así, el endeudamiento externo total aumentó a unos 90 mil millones de dólares, alrededor de 10 mil millones más que a fines de 1994. De todos modos, se redujo el coeficiente que relaciona la deuda a las exportaciones, de un valor de 5 en 1994, a 4.3 en 1995 (véase el cuadro 23).

#### ii) El comercio exterior

El vuelco ocurrido en 1995 en el saldo del balance comercial respondió a la evolución de los volúmenes de los bienes transados. Los precios de exportación registraron una suba del orden de 5% pero, al mismo tiempo, el valor unitario de las importaciones mostró una variación similar, como reflejo de las mayores cotizaciones de un conjunto de bienes intermedios. Así, el índice de términos del intercambio se ubicó en un nivel parecido al de 1994, que era comparativamente elevado en relación a las cifras de la década anterior y de los primeros años de los noventa (véanse los cuadros 24 y 25).

El comportamiento del comercio exterior respondió a impulsos de variado tipo. Por un lado, la retracción de la demanda interna tuvo un claro impacto sobre las cantidades de bienes importados, y actuó también sobre ciertas exportaciones. Pero este efecto se combinó con otras influencias, externas e internas, que ya venían induciendo un apreciable incremento en los volúmenes exportados: los mayores precios internacionales de una variedad de productos primarios y bienes industriales estandarizados, la suba de la demanda de Brasil (resultante de la evolución macroeconómica de ese país y del funcionamiento del Mercosur), y los cambios operados en las condiciones de producción y comercialización en diversos sectores agropecuarios e industriales, que incrementaron la capacidad para colocar bienes en el exterior.

Cuadro 24

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

	Tipos de cambio nominales (pesos por dólar)				Tipos de cambio real (Tipo de cambio * IPC (EEUU)/ Indice de precios doméstico) (índices base 1986=100)								Indice de precios del intercambio comercial (en dólares) (e)		Precios relativos	
	Exportaciones (b)	Importaciones (c)	Promedio comercio exterior (d)	Libre o paralelo (d)	Exportaciones		Importaciones		Promedio comercio exterior		Libre o paralelo		Exportaciones	Importaciones	De bienes exportados (f)	De bienes importados (g)
					A	B	A	B	A	B	A	B				
1989	0.02897	0.03952	0.02424	0.04622	102.9	129.1	118.8	150.3	111.3	139.4	132.9	168.0	124.9	110.1	110.3	118.4
1990	0.4151	0.4874	0.4512	0.4874	93.1	89.4	96.0	92.5	94.6	91.1	85.5	82.4	120.6	107.6	95.4	88.4
1991	0.9171	0.9542	0.9356	0.9542	95.3	65.0	86.7	59.3	90.7	61.9	77.2	52.8	120.8	101.5	85.1	66.7
1992	0.9961	1.0026	0.9994	0.9915	101.4	58.4	89.1	51.4	94.9	54.7	78.5	45.3	120.9	99.3	89.2	64.2
1993	1.0392	1.0661	1.0527	0.9995	107.2	56.7	96.1	50.8	101.3	53.6	80.2	42.4	123.3	99.5	94.6	68.5
1994	1.0393	1.0662	1.0528	0.9995	109.3	55.9	97.9	50.0	103.2	52.8	81.8	41.8	127.0	101.0	95.5	68.2
I	1.0394	1.0663	1.0528	0.9996	110.9	56.2	99.4	50.3	104.7	53.1	83.0	42.0	123.3	100.6	95.2	69.6
II	1.0391	1.0660	1.0526	0.9993	110.2	56.1	98.7	50.3	104.1	53.0	82.4	42.0	127.0	98.2	96.3	66.7
III	1.0394	1.0663	1.0528	0.9996	108.7	55.7	97.4	49.9	102.7	52.6	81.3	41.6	128.4	100.5	96.0	67.3
IV	1.0394	1.0663	1.0528	0.9996	107.3	55.4	96.2	49.6	101.4	52.3	80.3	41.4	127.5	104.6	94.3	69.3
1995	1.0291	1.0669	1.0480	1.0002	103.3	55.0	93.5	49.8	98.1	52.2	78.1	41.6	133.4	106.2	93.0	67.3
I	1.0405	1.0674	1.0539	1.0006	106.2	55.1	95.1	49.4	100.3	52.1	79.4	41.3	132.8	107.3	96.6	69.9
II	1.0253	1.0667	1.0460	1.0000	102.6	54.8	93.2	49.8	97.6	52.1	77.8	41.6	134.1	103.8	92.9	65.3
III	1.0253	1.0667	1.0460	1.0000	102.4	55.0	93.0	50.0	97.4	52.3	77.7	41.7	133.8	105.4	92.5	66.2
IV	1.0253	1.0667	1.0460	1.0000	102.0	55.1	92.7	50.1	97.1	52.4	77.4	41.8	129.6	107.8	89.8	67.9

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

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

Cuadro 25

## ARGENTINA. INDICADORES DEL COMERCIO EXTERIOR

	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995
Tasas anuales de crecimiento							
Exportaciones de bienes (a)							
Valor	4.8	29.0	-3.0	2.2	7.2	20.8	32.4
Volumen	0.4	33.6	-3.0	2.1	5.1	17.2	25.7
Valor unitario	4.3	-3.4	0.2	0.1	2.0	3.0	5.3
Importaciones de bienes (a)							
Valor	-21.1	-2.9	102.9	79.7	12.9	28.6	-6.8
Volumen	-22.6	-0.6	115.1	83.7	12.6	26.7	-11.3
Valor unitario	1.9	-2.3	-5.7	-2.2	0.2	1.5	5.1
Indices (1986=100)							
Poder de compra de las exportaciones de bienes (a)	126.9	167.6	172.2	179.9	192.4	228.9	288.2
Quantum de las exportaciones de bienes (a)	111.9	149.5	144.7	147.8	155.3	182.0	228.8
Relación de precios del intercambio de bienes (a)	113.4	112.1	119.0	121.8	123.9	125.7	125.9

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

(a) Cifras sujetas a revisión.



El aumento en el volumen de las exportaciones en 1995 superó el 25%, con lo que se acumuló una suba de cerca de 55% en el lapso de tres años. El crecimiento registrado en 1995 alcanzó a todas las grandes categorías de artículos: el valor de las ventas de productos de origen agropecuario se elevó en 26%, mientras que las exportaciones de combustible se incrementaron en 31%, y las de productos manufacturados de base no agropecuaria lo hicieron en 44% (véase el cuadro 26).

Dentro de los productos de origen agrícola, se observó una difundida suba en los valores exportados, con la excepción de los granos de soja y sorgo. Las ventas de cereales y artículos de molinería aumentaron en 37% reflejando, en particular, fuertes crecimientos en las exportaciones de trigo y maíz. Por su parte, se observó también un significativo incremento en el rubro de aceites vegetales, dentro del cual se destacó la evolución del aceite de girasol, cuyas exportaciones crecieron más de 70% y alcanzaron una cifra (de cerca de 950 millones de dólares) similar a la correspondiente al aceite de soja (véase el cuadro 27). El valor de las exportaciones del conjunto de los demás productos de base agrícola se elevó en más de 50%. Se registraron fuertes alzas en las ventas de frutas (tales como manzanas, peras y, en menor medida, cítricos) y en las de algunas manufacturas de origen agrícola; en particular, los valores exportados de azúcar y productos de confitería, preparados de legumbres y hortalizas, y bebidas, más que duplicaron los niveles del año anterior.

Las exportaciones de carne rondaron los 1300 millones de dólares; ello representó 34% más que en 1994 (y 62% más que dos años atrás). Por otro lado, se observó un fuerte aumento en las exportaciones de diversos productos de base pecuaria: en el rubro de lácteos, por ejemplo, la suba superó el 90%. También se registró un crecimiento apreciable (de algo más de 20%) en las ventas de cueros, pieles y derivados, mientras que las exportaciones de lanas se incrementaron, pero a una tasa comparativamente pequeña (5.5%). Asimismo, prosiguió la tendencia ascendente de las exportaciones pesqueras, que se acercaron a los 850 millones de dólares.

En 1995 continuó elevándose a rápido ritmo (esta vez en 31%) el valor de las ventas de combustibles (especialmente petróleo crudo), que subieron por encima de los 2000 millones de dólares, y llegaron a representar algo más de 10% de las exportaciones totales. Por su parte, también siguieron creciendo por arriba del promedio las exportaciones manufactureras de base no agropecuaria cuyo valor, en conjunto, se incrementó en 44%, a cerca de los 7500 millones de dólares. Con algunas pocas excepciones (como la de la maquinaria y aparatos eléctricos), el aumento estuvo difundido entre las grandes categorías de artículos. En algunos rubros (e.g. materias plásticas, siderúrgicos, aluminio) se observaron significativas alzas de precios. Sin embargo, el principal efecto provino de los mayores volúmenes vendidos. Hubo fuertes alzas en las exportaciones de productos de hierro y acero y de aluminio; el agregado del valor de las ventas del grupo de metales y sus manufacturas creció en 60%, a más de 1200 millones de dólares. También se registró un agudo incremento (de cerca de 43%) en las exportaciones de vehículos y partes. También se observaron subas importantes en las exportaciones de productos químicos, papel y textiles.

Cuadro 26

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

	Millones de dólares				Composición porcentual			Tasas anuales de crecimiento			
	1992	1993	1994	1995(a)	1970	1980	1995	1992	1993	1994	1995(a)
Total	12240	13117	15840	20969	100.0	100.0	100.0	2.2	7.2	20.8	32.4
Productos de origen agropecuario	7829	7819	9058	11401	86.4	73.4	54.4	0.3	-0.1	15.8	25.9
Productos pecuarios	1551	1761	2211	2928	39.5	21.8	14.0	-11.2	13.5	25.6	32.4
Carnes	808	805	971	1305	24.9	12.1	6.2	-12.6	-0.4	20.6	34.4
Lanas, pelos y crines	142	151	199	210	4.9	3.5	1.0	-9.6	6.3	31.8	5.5
Cueros y pieles	461	603	742	904	5.5	4.5	4.3	-8.5	30.8	23.1	21.8
Otros productos pecuarios	140	202	299	509	4.2	1.7	2.4	-13.0	44.3	48.0	70.2
Productos agrícolas	5762	5409	6175	7634	46.7	49.8	36.4	2.1	-6.1	14.2	23.6
Cereales	1606	1521	1427	1959	31.0	21.7	9.3	39.7	-5.3	-6.2	37.3
Oleaginosos y aceites	3133	2993	3480	3745	8.0	16.6	17.9	-5.1	-4.5	16.3	7.6
Otros productos agrícolas	1023	895	1268	1930	7.7	11.5	9.2	-14.2	-12.5	41.7	52.2
Pesca	516	649	672	839	0.2	1.8	4.0	24.6	25.8	3.5	24.9
Combustibles	1082	1224	1651	2162	0.4	3.5	10.3	41.3	13.1	34.9	31.0
Prod. industriales no tradicionales	3329	4074	5131	7406	13.6	26.6	35.3	5.7	22.4	25.9	44.3
Otros prod. indust. no tradic.	2969	3410	4264	6168	13.2	23.1	29.4	-6.9	14.9	25.0	44.7
Vehículos terrestres (b)	360	664	867	1238	0.6	1.8	5.9	64.4	84.4	30.6	42.8

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

(a) Cifras preliminares.

(b) Incluye automóviles, tractores, ciclos y demás vehículos terrestres, sus partes y accesorios.

Cuadro 27

## ARGENTINA. PRINCIPALES PRODUCTOS DE EXPORTACION DE ORIGEN AGRICOLA

	Miles de toneladas				: Tasas anuales de crecimiento		
	1992	1993	1994 (a)	1995 (a)	1993	1994 (a)	1995 (a)
Carnes cocidas y congeladas	89.1	95.9	140.4	217.6	7.6	46.4	55.0
Corned beef	103.9	95.9	103.4	126.2	-7.7	7.8	22.1
Lana sucia (b)	18.3	28.2	35.7	26.6	54.1	26.6	-25.5
Lana lavada y carbonizada (b)	14.8	18.8	17.4	10.2	27.0	-7.4	-41.4
Trigo	6048	4726	5172	6913	-21.9	9.4	33.7
Maíz	6055	4315	4154	6001	-28.7	-3.7	44.5
Sorgo	1184	849	429	189	-28.3	-49.5	-55.9
Soja	3085	2099	2910	2550	-32.0	38.6	-12.4
Aceite de girasol	623	503	928	1561	-19.3	84.5	68.2
Aceite de soja	946	1175	1502	1546	24.2	27.8	2.9
Subproductos de girasol	1116	888	1286	1910	-20.4	44.8	48.5
Subproductos de soja	6411	5699	6671	6888	-11.1	17.1	3.3
Azúcar	181	56	49	128	-69.1	-12.5	161.2

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

(a) Cifras preliminares.

(b) Comprende una muestra de principales productos.

Cuadro 28

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

	Millones de dólares corrientes				Composición porcentual			Tasas anuales de crecimiento			
	1992	1993	1994 (b)	1995 (b)	1970	1980	1995	1992	1993	1994 (b)	1995 (b)
Total	14872	16786	21590	20124	100.0	100.0	100.0	79.7	12.9	28.6	-6.8
Bienes de capital (c)	3070	4013	6011	4842	21.5	22.7	24.1	114.7	30.7	49.8	-19.4
Combustibles y lubricantes	435	411	606	735	4.8	11.1	3.7	-7.4	-5.5	47.4	21.3
Bienes intermedios	7487	8197	9668	10603	68.9	48.6	52.7	60.7	9.5	17.9	9.7
Productos de las industrias											
químicas, plásticos y caucho	2030	2045	2522	3114	15.3	12.9	15.5	16.0	0.7	23.3	23.5
Papel y pasta de papel	410	452	539	718	5.9	2.9	3.6	78.3	10.2	19.2	33.2
Metales y manufacturas, material											
eléctrico y partes, repuestos											
para maquinarias y transportes	3765	3960	4035	4206	32.6	21.9	20.9	96.1	5.2	1.9	4.2
Otros bienes intermedios	1282	1740	2572	2565	15.1	10.9	12.7	68.7	35.7	47.8	-0.3
Bienes de consumo	3880	4165	5305	3944	4.8	17.6	19.6	126.2	7.3	27.4	-25.7

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

- (a) La clasificación de los bienes según destino económico reflejan estimaciones realizadas a partir de la información sobre comercio exterior publicada por el INDEC, de acuerdo a las clasificaciones CUCI y CGE (Grandes Categorías Económicas).
- (b) Cifras preliminares.
- (c) Este ítem incluye ciertos bienes (e.g.: aparatos de telefonía, máquinas de calcular) cuya clasificación es difícil de establecer unívocamente según el destino económico de los artículos ingresados.

Desde el punto de vista de la dirección geográfica del comercio, volvió a crecer la participación del Mercosur en el total de las exportaciones. El valor de las ventas argentinas a los demás países del área se elevó en algo más de 40%, con lo que el Mercosur absorbió cerca de un tercio de las exportaciones (con una ponderación que fue más del doble que cinco años antes). Al mismo tiempo, las ventas a los EEUU y a la Unión Europea incrementaron su valor, pero con menor intensidad que el promedio.

Durante 1995 se observó una aguda declinación de las importaciones de bienes finales. Ello revirtió parcialmente las fuertes subas registradas en los años previos. Así, los valores adquiridos de bienes de capital disminuyeron en 19.5%, aunque su nivel (de cerca de 4800 millones de dólares) todavía superó en 20% a las cifras de 1993 (véase el cuadro 28). Las importaciones de bienes de consumo se contrajeron en algo más de 25%, hasta un valor que fue sólo ligeramente más alto que el registro de 1992. Pese a la caída en la actividad interna y, en particular, en la producción industrial, los valores de las importaciones de combustibles y de bienes intermedios se incrementaron en 1995. Ello se debió principalmente a la evolución de grupos como los productos químicos y el papel, dentro de los cuales se observaron alzas significativas de los precios internacionales; por otro lado, esos bienes se destinan en muchos casos como insumos a industrias que en 1995 no fueron particularmente afectadas por la recesión.