NACIONES UNIDAS

COMISION ECONOMICA

PARA AMERICA LATINA

POLITICA ECONOMICA Y PROCESOS DE DESARROLLO

La Experiencia en Argentina entre 1976 y 1981

OFICINA EN BUENOS AIRES

Documento de trabajo N° 2
Versión preliminar

Distribución RESTRINGIDA
para críticas y comentarios

C E P A L
Comisión Económica para América Latina
Oficina en Buenos Aires

POLITICA ECONOMICA Y PROCESOS DE DESARROLLO

La experiencia en Argentina entre 1976 y 1981

Este estudio fue preparado por el Consultor señor Juan V. Sourrouille con la colaboración del señor Jorge Lucángeli y se publica en esta versión preliminar al solo efecto de recibir críticas y comentarios. Las opiniones que se expresan son de exclusiva responsabilidad del autor y pueden no coincidir necesariamente con las de la CEPAL.

INDICE

INDICE DE CUADROS

Capítulo II

Capítulo III

Apéndice C

1. Tasas de cambio de paridad.
2. Tipos de cambio.
3. Tipo de cambio real. Valores de relación entre los tipos de cambio nominales y las tasas de cambio de paridad.
4. El atraso cambiario.

Apéndice D

I. 1. Principales componentes de la oferta y demanda global.

I. 2. Sector Público.

I. 3. Indice de precios.

I. 4. Balance de pagos.

I. 5. Salarios.

III. 1. Sistema monetario, origen de los recursos monetarios de particulares.

III. 2. Sistema monetario, datos complementarios.

INDICE DE GRAFICOS

Introducción

A principios de 1976, en medio de una profunda crisis política, el orden constitucional en la Argentina sufre una nueva irrupción militar. Sin perjuicio de mantener un control directo sobre áreas cruciales del Poder Ejecutivo, las autoridades surgidas del golpe convocaron a un dirigente empresario de añeja vinculación con lo que en nuestro país se conoce con el nombre de ortodoxia liberal, encomendándole la responsabilidad del programa económico. El nuevo ministro de Economía, Dr. José Alfredo Martínez de Hoz, permaneció al frente de su cartera por un período de cinco años, una de las mas largas experiencias que en tal sentido es posible encontrar en la historia argentina reciente.

Este trabajo se propone específicamente evaluar su gestión, poniendo particular atención en aquellos aspectos que, por su diferenciación con orientaciones prevalecientes en el pasado, han adquirido mayor relevancia en la discusión cotidiana. Dentro de esta perspectiva, los temas referidos a la transformación de la forma de vinculación de la economía argentina con el exterior son los que ocupan un lugar central, y es por ello que la discusión de la apertura comercial y la reforma arancelaria, por un lado, y la política monetaria, la reforma financiera y la apertura al movimiento de capitales con el exterior, por el otro, son los títulos de los capítulos esenciales de la investigación. En tanto se acepte que tales cambios no son meramente instrumentales -y hay poderosas razones para pensarlo-, la evaluación debe atender también a otros aspectos esenciales del comportamiento de la economía: los resultados alcanzados en cuanto a la disponibilidad de bienes y servicios, el

nivel de empleo e ingresos y su distribución, el crecimiento de los precios y la participación de los diversos sectores en las estructuras de propiedad y de poder tanto durante el período de transición como sobre el sendero de crecimiento futuro. Nuestro trabajo plantea su análisis en el primer capítulo a través de una revisión crítica de los principales acontecimientos. Allí se describen con detalle los aspectos centrales de la estrategia gubernamental y se evalúan los principales resultados en términos de las variables antes mencionadas. Se presenta también un modelo de ajuste de la economía en el corto plazo, que entendemos compatible con el enfoque gubernamental prevaleciente en la última parte de su gestión, con el fin de poder razonar con mayor simplicidad las inevitables tensiones que surgen en todo proceso de transformación de la estructura económica en que las velocidades de ajuste no sean altas y coincidentes en los diversos mercados que la componen.

A pesar de su innegable importancia, la investigación no penetra en el análisis de la situación política, de donde temas tan relevantes como, por ejemplo, la natural contradicción que se plantea dentro de un gobierno que ejercita el autoritarismo en la conducción política y que invoca el liberalismo en su política económica no están sujetos a una discusión específica. El marco político dado por el modelo autoritario, nacido del desplazamiento de un gobierno constitucional y apoyado en una nueva edición de la tradicional alianza entre las fuerzas armadas y grupos de derecha del espectro político es entonces un dato, pero un dato relevante. Es evidente que ciertas facetas de la política económica, básicamente aquéllas que tienen que ver con la redistribución del ingreso y los cambios en la estructura de la propiedad no podrían entenderse, ni siquiera compararse con situaciones anterio-

res, sin tener en cuenta este singular condicionamiento.

Sin perjuicio de su tratamiento particular en diversas secciones del trabajo, hay algunos temas centrales que surgen de la investigación que nos parece pertinente resaltar en esta introducción, ellos son:

1. La irrestricta adscripción a lo largo de toda la gestión a principios de tinte ideológico, que han primado incluso sobre consideraciones de índole estrictamente económica. La firmeza de tal adscripción -manifestada, por ejemplo, en cuanto al papel subsidiario del Estado y la confianza en el funcionamiento de los mecanismos del mercado como elementos disciplinantes del comportamiento social- llevó a que, frente a las inevitables dificultades que la administración encontró (en particular desde la segunda mitad de 1979 en adelante) para conciliar sus objetivos sobre el ritmo de la inflación con las expectativas de tasa de ganancia de los empresarios, fuese cada vez más marcada la brecha entre quienes apoyaron o vieron con simpatía inicialmente a la gestión ministerial y las propias autoridades económicas. En un período de cinco años ha sido posible observar que las organizaciones empresarias de distinto origen, intereses y compromisos políticos que encabezaron aquellos pronunciamientos favorables iniciales fueron transformando su incondicional apoyo en una posición crítica que, con diversos matices, no encontró excepciones de importancia hacia su fin. El Ministerio mostró -y no fue en este sentido un caso anómalo frente a otras áreas del gobierno- un cabal desinterés en generar o consolidar una estructura política de apoyo a su gestión, ya sea en el plano de las organizaciones empresarias o en el de las estrictamente políticas. Tampo

co intentó fortalecer el funcionamiento de instituciones mediadoras. Tal vez no esté de más recordar sobre este tema que conforme al cronograma de sucesión política prevista para 1981, la participación cívica estaba explícitamente excluida de la elección presidencial. La variación a lo largo del tiempo en la relación del Ministerio con los empresarios -fuente natural de apoyo al programa-, en particular en lo que concierne a la distribución de responsabilidades en la lucha contra la inflación y en la discusión sobre la filosofía del programa y su adecuada implementación, el eje en el que se pretendía reconstruir por ellos la alianza inicial, son los temas del capítulo I.

2. Un consiguiente abandono, prácticamente también sin restricciones, de las que habían sido características salientes del programa político vigente desde la posguerra: el énfasis en el crecimiento de la producción y en el paso paulatino hacia una sociedad estructurada sobre programas de amplia cobertura social con apoyo estatal. Si bien no hubo una explícita negación de tales objetivos en el discurso oficial, la aplicación de la política económica no dejó dudas sobre el lugar que a ellos se les asignó. En cuanta oportunidad fue necesario sacrificar una meta, los recortes se orientaron hacia programas de redistribución del ingreso o implicaron una menor atención hacia los incentivos vinculados con los programas de acumulación a mediano plazo. El paso generalizado hacia mecanismos de tributación indirecta, la desarticulación de las actividades sindicales -tanto en lo que concierne a la discusión de las condiciones efectivas del contrato de trabajo como a las obras sociales-, el intento generalizado de arancelamiento en la prestación de servicios públicos, la descentralización de servicios sociales sin atender a sus

condiciones de financiamiento, son ejemplos en la primera dirección. El cambio sustantivo en el papel de la banca oficial y la transformación de la legislación de promoción industrial y de exportaciones lo son en la segunda. El uso del arancel de importaciones y del tipo de cambio real combinados durante períodos prolongados con altas tasas de interés reales como instrumentos en la lucha contra la inflación en detrimento de su papel activo en el modelo de crecimiento son también ejemplos no conocidos en la experiencia anterior. En este sentido es interesante atender el papel del capital foráneo; en el plano formal se dictaron normas muy liberales compatibles en principio con la nueva estrategia de vinculación externa, en el plano real el resultado ha sido que la inversión directa quedó librada prácticamente a la capitalización de créditos financieros otorgados en épocas anteriores de mayor control o a la capitalización de utilidades. Un importante número de empresas extranjeras incluso ha dado fin a sus actividades en el país. El papel principal ha sido desempeñado entonces por el capital especulativo de corto plazo.

3. La impotencia -a pesar de las condiciones políticas supuestamente óptimas- para lograr la solución del nudo gordiano del funcionamiento contemporáneo de la economía argentina: alcanzar tasas de crecimiento más altas y estables en el producto total compatibles con tasas menores y de menor varianza en el crecimiento de precios. Tanto en uno como en otro campo los resultados obtenidos a lo largo de la gestión bajo análisis implicaron un franco retroceso sobre el ciclo de expansión iniciado hacia principios de la década de los años sesenta y que culmina en 1974. Este fracaso ha estado a su vez asociado, en cuanto al enfoque del problema de la estabilización de la inflación, con un muy

variado diagnóstico sobre sus causas. Partiendo de una posición inicial en la que se asignaba un valor central a la responsabilidad empresaria, librada a esa altura de toda presión sindical por mayores salarios, se pasó luego a la versión ortodoxa de la escuela monetaria en contextos semicerrados a las relaciones financieras con el exterior, para terminar recalando en las ideas que se apoyan, supuesto de país pequeño mediante, en la moderna versión de la teoría monetaria para economías abiertas (el enfoque monetario del balance de pagos). Los resultados alcanzados fueron sin embargo sorprendentes, la tasa de inflación ha permanecido a niveles inéditos en el pasado y poco conocidos en la experiencia internacional. Si bien este trabajo no marca una excepción frente a otros efectuados en el país y como tal no brinda una respuesta terminante sobre las causas de un proceso inflacionario de tal virulencia, queda claro en él que una mayor flexibilidad del ajuste macroeconómico a los precios externos -un objetivo largamente perseguido en el pasado y sobre el que descansaron no pocas esperanzas en la búsqueda de una mayor estabilidad de precios relativos- no fue alcanzado por el manejo de la política de apertura llevado a cabo. En lugar de facilitar el ajuste sólo se logró introducir un nuevo elemento de demora o de potenciación del desajuste estructural a través de una irresponsable política de endeudamiento externo a corto plazo. En cuanto al enfoque sobre el crecimiento, el programa fue planteado en forma mucho más sencilla: los cálculos empresariales tomando como dato los principios de las ventajas comparativas reveladas por un sistema de precios "sincerado", darían como resultado una política de inversiones más eficiente, cuyo resultado obvio sería el aumento de la tasa de crecimiento y la eliminación del típico y recurrente ciclo de "stop

and go" del pasado. Tampoco aquí los resultados alcanzados estuvieron a la altura de lo esperado. El producto total tuvo variaciones anuales erráticas, desconocidas durante el decenio anterior (su nivel en 1981, medido en términos per cápita, está por debajo del alcanzado en 1974).

4. En una muestra adicional de diferenciación entre la firmeza en el plano ideológico y el pragmatismo instrumental, pudo observarse una singular variabilidad en lo que concierne al manejo de los precios fundamentales que ligan a la economía nacional con el exterior: el tipo de cambio real y la tasa de interés real (a su diferencial con la externa). En tanto se supone que el funcionamiento irrestricto de los mercados al que aludíamos en el punto anterior debe desempeñar un papel central en la asignación de recursos a mediano y largo plazo, es condición fundamental para el éxito de un programa económico apoyado en un proceso de apertura que las autoridades logren trasmitir una visión razonable y estable del sendero de marcha de tales variables. Mas allá de lo razonable de la hipótesis, las dificultades o la incompetencia para resolver este problema han sido muchas, tanto que durante la gestión del Dr. Martínez de Hoz se observan los valores más altos y más bajos de estas variables en la experiencia económica reciente del país. Por cierto, éstos son los temas que se tratan en detalle en los capítulos II y III.

Frente a estas consideraciones, que son un catálogo de dificultades cuyo reconocimiento forma parte de la propia evaluación efectuada al fin de su gestión, el jefe del equipo económico ha rescatado la importancia de un cambio cualitativo en los valores sociales, una generalizada toma de conciencia de los límites reales a sus posibilidades

de expansión y de forma de actuar. ¿En qué medida es éste un valor significativo en sí mismo y en particular frente a las expectativas iniciales abiertas en torno al programa?. Es evidente que una parte no desdeñable de los habitantes del país aceptó el costo asignado al "restablecimiento del orden", pero es evidente también que a medida que el tiempo diluye recuerdos de situaciones extremas, los reclamos por un nuevo horizonte, en el que esté incluida una razonable dosis de transformación y crecimiento, o sea un aceptable programa de acumulación, se hicieron más imperiosas. En primer lugar, por parte de los empresarios industriales, que observaron que la reconstrucción de su capital de trabajo a costa de los salarios implicaba una caída en la demanda efectiva por su producción; en segundo lugar por los asalariados, para los cuales, más allá de su marginación política, el programa de apertura implicaba una disminución no sólo en su salario real sino también en el nivel de empleo. Desde este ángulo el largo y dificultoso proceso de estabilización intentado no logró inyectar a la economía urbana otro aliciente que no sea el de la espera, a la vez que para el sector agropecuario implicaba una tasa de retorno en continuo descenso,muy inferior, por cierto según sus argumentos, a la tasa de interés real pasiva del mercado financiero. Las transformaciones estructurales en el sector privado estuvieron así más asociadas con el redimensionamiento -entendiendo por tal el achicamiento- o el cierre de empresas que con su ampliación o la aparición de nuevos proyectos de envergadura congruentes con un nuevo modelo de desarrollo. Se aceptó el disciplinamiento frente al desorden pero no el estancamiento o el eventual regreso a modelos económicos característicos de otras etapas históricas del desarrollo del país, que implican un mayor peso de la propiedad de la

tierra o del capital financiero en la estructura de poder. Cierto es que las posiciones frente al estado recesivo en que terminó la gestión fueron también motivo de controversia; para las Fuerzas Armadas, responsables del proceso de reconstrucción nacional en que la conducción ministerial estuvo inscripta, éste era el preludio de un nuevo orden, mientras que para una parte considerable de los políticos, trabajadores y empresarios, una situación crítica de difícil sostenimiento. Los hechos posteriores, como es obvio, ha dado razón a estos últimos.

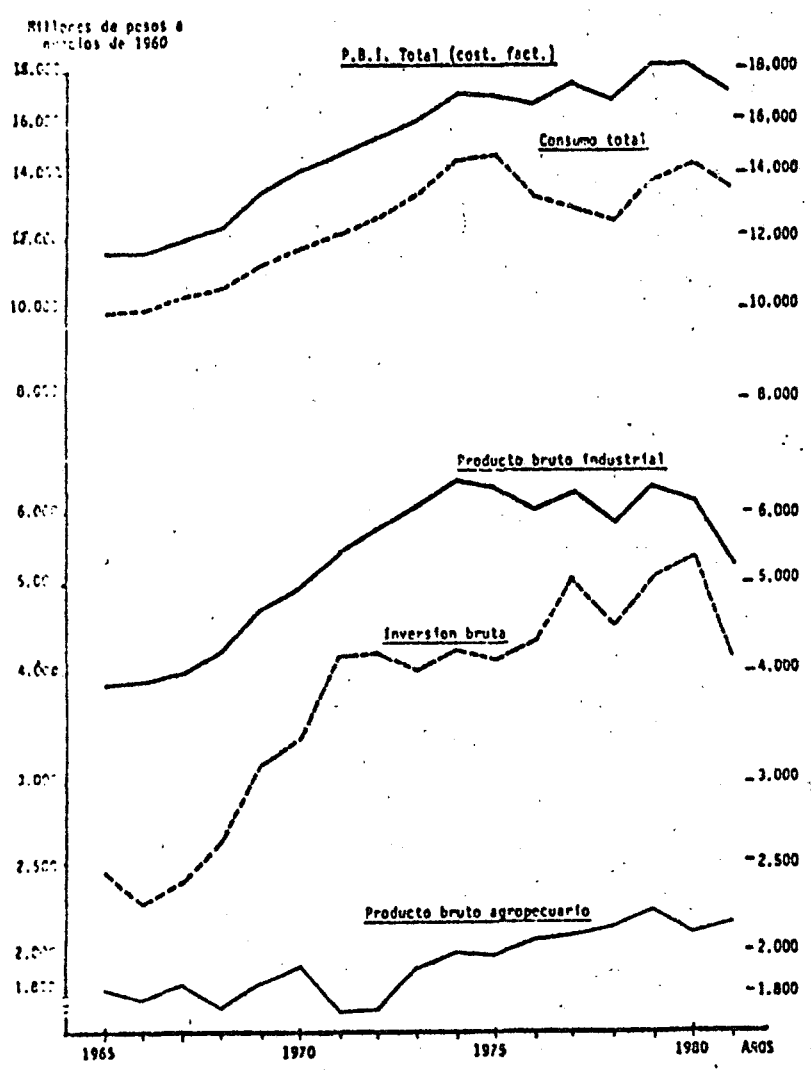
Podría remarcarse que, más que provocar una transformación profunda en la estructura productiva, el programa económico no hizo más que revelar con crudeza algunos aspectos latentes resultantes de la etapa expansiva anterior. La combinación de la revaluación del tipo de cambio real y la baja de los aranceles inducida por la política antiinflacionaria llegó mucho más lejos de lo que hubiera sido imaginable postular razonablemente pocos años atrás, y si bien puede demostrarse que la política salarial y la misma corrección arancelaria ayudaron a sobrellevar el costo de la revaluación, es evidente que este proceso puso de manifiesto que algunos de los avances que se esperaba lograr en el futuro en el plano de la mayor competitividad internacional del sector industrial se habían efectivamente alcanzado antes.

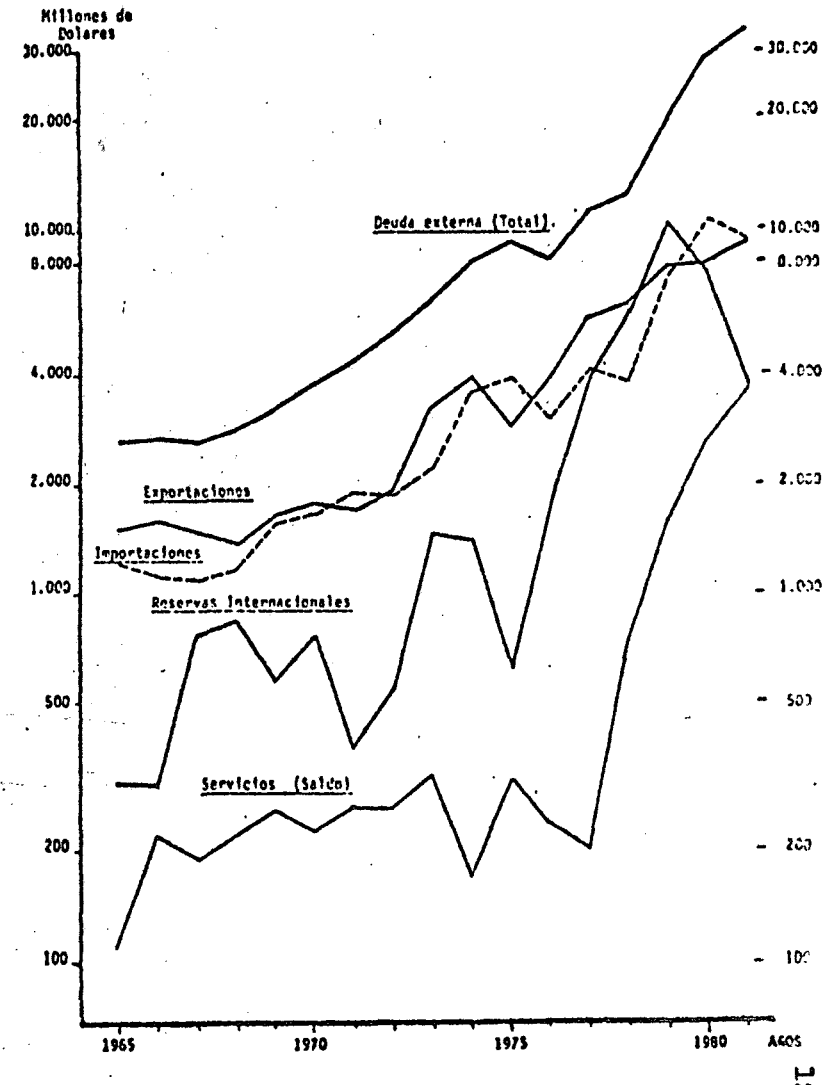
Pero ciertamente ése no fue el objetivo buscado. Podrá discutirse si éste fue sólo un duro intento de ruptura de los fundamentos de la alianza política urbano-industrial, tradicional contrapartida pendular en la historia reciente de los intereses liberales sostenidos institucionalmente por las fuerzas armadas, -perseguido aún a riesgo de llevar al país al borde de su desintegración social- o si efectivamente fue el de la construcción de una organización económica, políti-

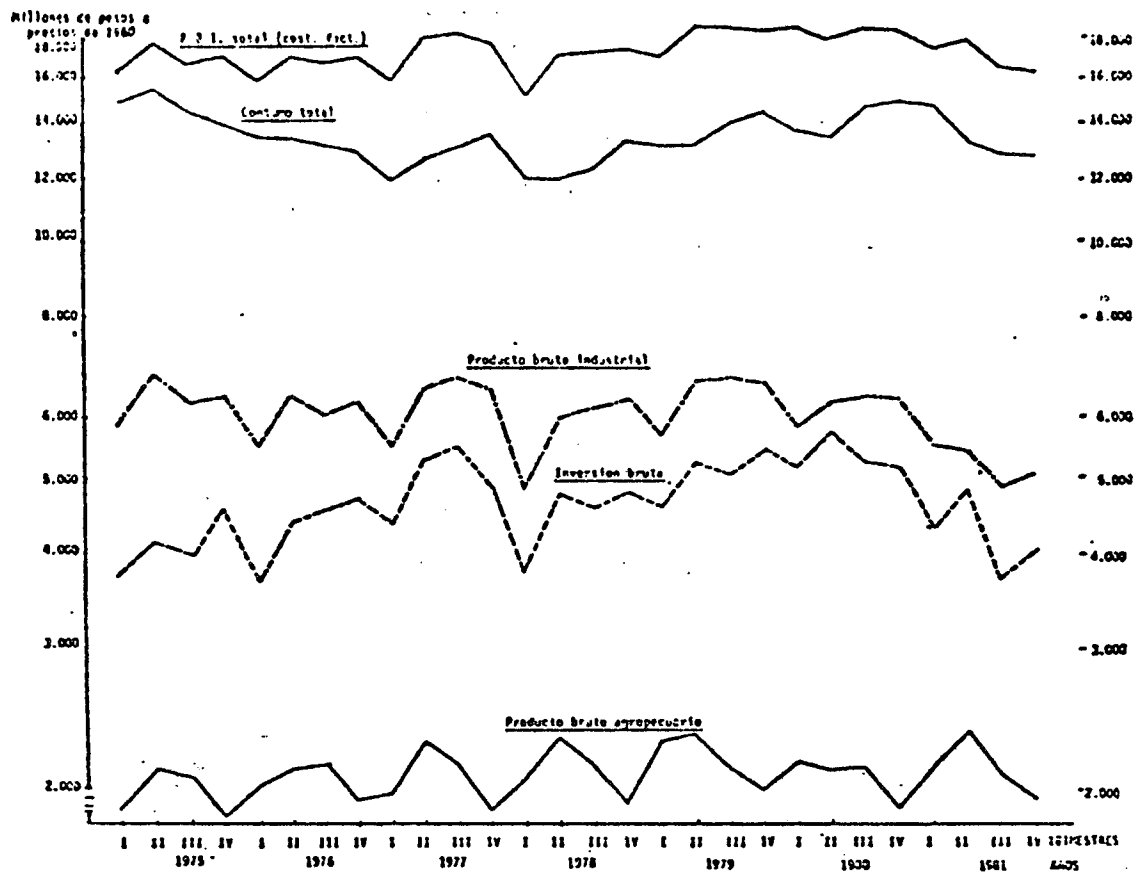
ca y social sobre nuevas bases y como tal fracasó sin mayores atenuantes. La respuesta a este interrogante crucial no fue dada por el ministro de Economía ni por las autoridades militares superiores, dado que no asumieron -al menos a esa altura- los resultados alcanzados como un fracaso. Pero como entendemos queda claro de esta investigación, si bien la transformación de una economía de especulación en una de producción fue el lema bajo el cual se puso en marcha el programa no es exclusivamente con lemas de fuerte contenido ideológico, con un sistema de conducción autoritario o con una sucesión de políticas antiinflacionarias como se logra potenciar procesos de transformación y desarrollo de la sociedad. La definición de proyectos de acumulación que contemplen los intereses y conciten la atención de grupos sustantivos de la población continúa siendo un requisito insoslayable.

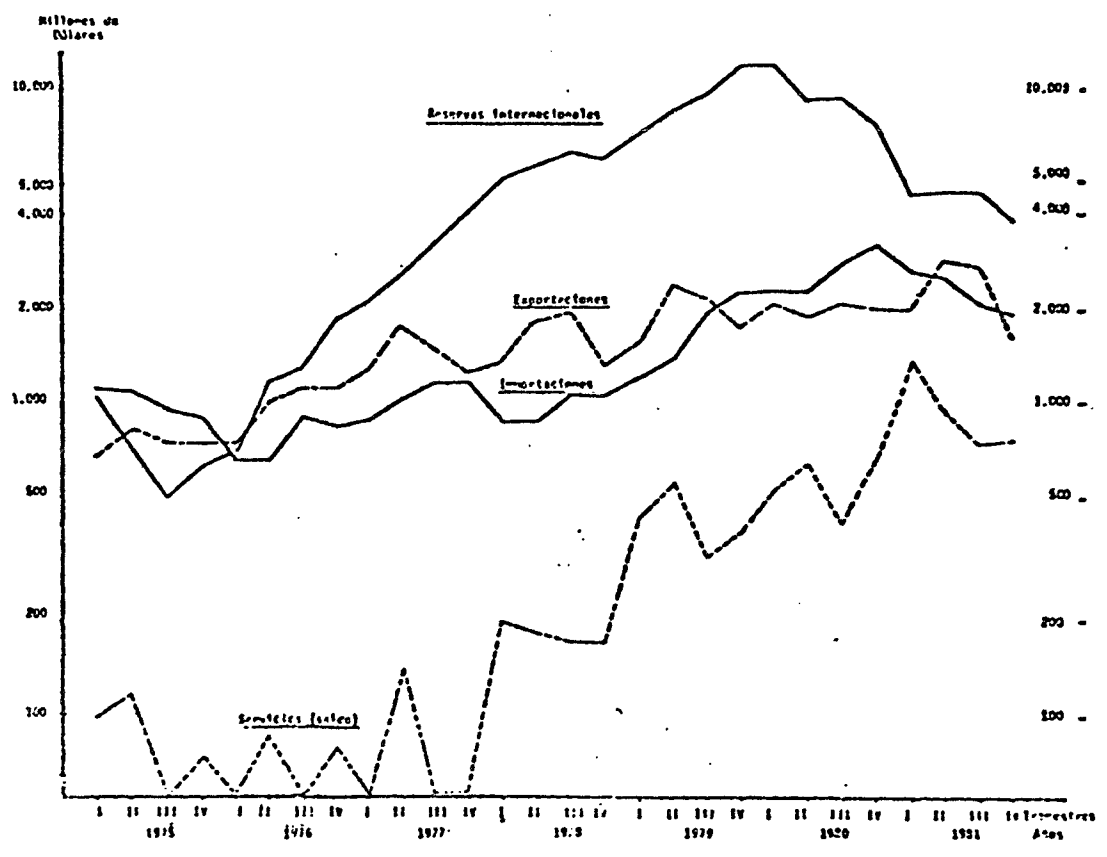
RESEÑA DE ACONTECIMIENTOS PRINCIPALES

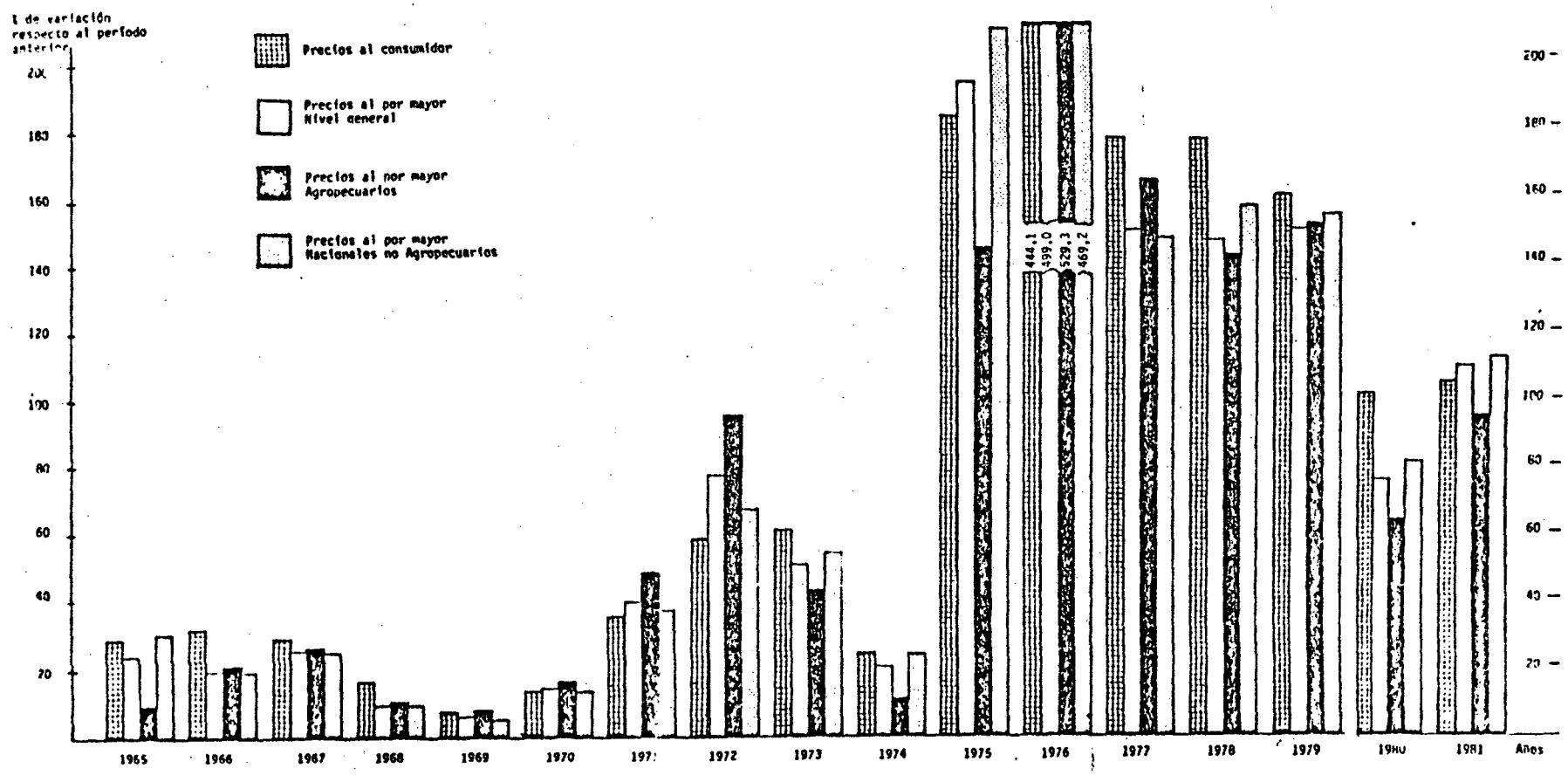
Años	Características generales de la política económica	Hechos políticos	Reformas legales	Política cambiaria	Política arancelaria	Política de ingresos
1976	Plan de Reconstrucción y Saneamiento de la Economía Nacional Período de sincoramiento	Asume el poder la Junta de Comandantes Lucha contra la subversión Supresión actividad política Disolución CGT.	Ley de Inversiones Extranjeras	Fuerte devaluación Doble mercado		Congelamiento de salarios Liberación de precios
1977	Tregua de precios Política monetaria activa	Renuncia secretario de Comercio Interior	Ley de Entidades Financieras Ley de Promoción Industrial Ley de Contratos de Tecnología	Unificación de mercados Se anuncia política de ajustes graduales Un año de plazo mínimo para entrada de capital externo	Primer reajuste global de aranceles (dto. 3.008/76)	Reajuste de salarios por decreto Tregua de precios Liberación tasa nominal de interés
1978	La oferta monetaria y las expectativas (desindexación)	Renuncia secretario de Comercio Exterior	Ley de Contratos de Petróleo	Dos años, idem Se anuncia política de liberalización (flotación) Depósito obligatorio en pesos para operaciones de entrada de capital externo		Se introduce la flexibilidad salarial
1979	Enfoque monetario del balance de pagos	Agudización conflicto con Chile, mediación del Vaticano Renuncia secretarios de Agricultura y Ganadería e Industria	Régimen Industria Automotriz Régimen Industria Petroquímica Ley Promoción minera	Se anticipa la cotización del peso (tabla cambiaria) Plazo mínimo entrada capital externo un año Se elimina depósito se autorizan op. a término	Programa arancelario 1979/1984 Adelanto programa bienes de capital	Resolución 6 Secretaría de Comercio (arancel como control de precios) Liberación de política de salarios Reajuste salario mínimo
1980		Crisis del Banco de Intercambio Regional Críticas "día de la Industria" Designación del Gral. Viola como nuevo presidente	Transferencias de servicios públicos a provincias Generalización IVA eliminación aportes patronales jubilados	Se eliminan plazos entrada capital externo Se reajusta la tabla	Eliminación gravámenes extraarancelarios	
1981	Fin de la gestión ministerial	Asume el Gral. Viola		Devaluación y reajuste de la tabla (acordada con las nuevas autoridades)		

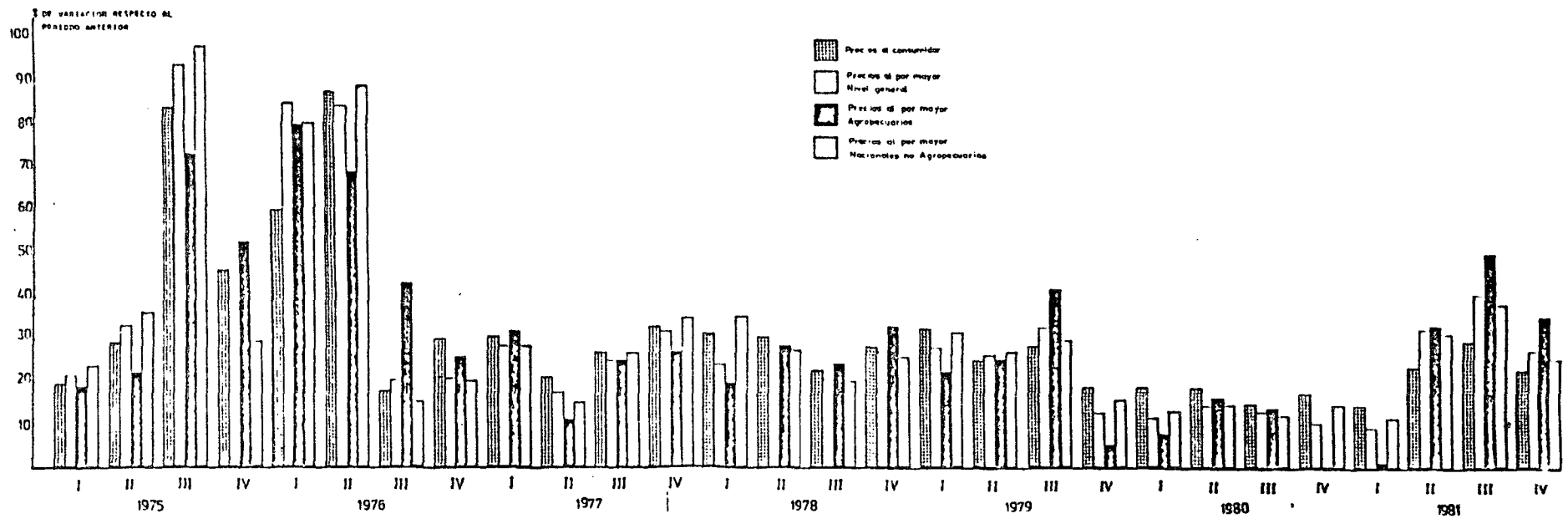

Millones de pesos a precios de 1960
P.B.I. Total (cost. fact.)
Consumo total
Producto bruto industrial
Inversion bruta
Producto bruto agropecuario
18.000
16.000
14.000
12.000
10.000
8.000
6.000
5.000
4.000
3.000
2.500
2.000
1.800
1965
1970
1975
1980
AÑOS


Millones de Dolares
Deuda externa (Total)
Exportaciones
Importaciones
Reservas Internacionales
Servicios (Saldo)
30.000
20.000
10.000
8.000
4.000
2.000
1.000
500
200
100
1965
1970
1975
1980
AÑOS


Millones de pesos a precios de 1960
P. B. I. total (cost. fct.)
Consumo total
Producto bruto industrial
Inversión bruta
Producto bruto agropecuario
16.000
14.000
12.000
10.000
8.000
6.000
5.000
4.000
3.000
2.000
1975
1976
1977
1978
1979
1980
1981
Trimestres
Años


Millones de dólares
Reservas internacionales
Exportaciones
Importaciones
Saldos (neto)
10.000
5.000
4.000
2.000
1.000
500
200
100
1975
1976
1977
1978
1979
1980
1981
Trimestres
Años


% de variación respecto al período anterior
Precios al consumidor
Precios al por mayor Nivel general
Precios al por mayor Agropecuarios
Precios al por mayor Nacionales no Agropecuarios
20
40
60
80
100
120
140
160
180
200
444,1
499,0
529,3
469,2
1965
1966
1967
1968
1969
1970
1972
1973
1974
1975
1976
1977
1978
1979
1981
Años


% DE VARIACION RESPECTO AL PERIODO ANTERIOR
100
90
80
70
60
50
40
30
20
10
Precios al consumidor
Precios al por mayor Nivel general
Precios al por mayor Agropecuarios
Precios al por mayor Nacionales no Agropecuarios
I II III IV I II III IV I II III IV I II III IV I II III IV I II III IV I II III IV
1975
1976
1977
1978
1979
1980
1981

I. Política económica 1976/1981. Reseña de los acontecimientos principales

1. El enfoque inicial

El abril de 1976, en el marco de uno de los cambios más traumáticos de la vida política de la Nación, el doctor Martínez de Hoz se hizo cargo del Ministerio de Economía, haciendo conocer el Programa de Recuperación, Saneamiento y Expansión de la Economía Argentina aprobado por la Junta Militar de Gobierno.

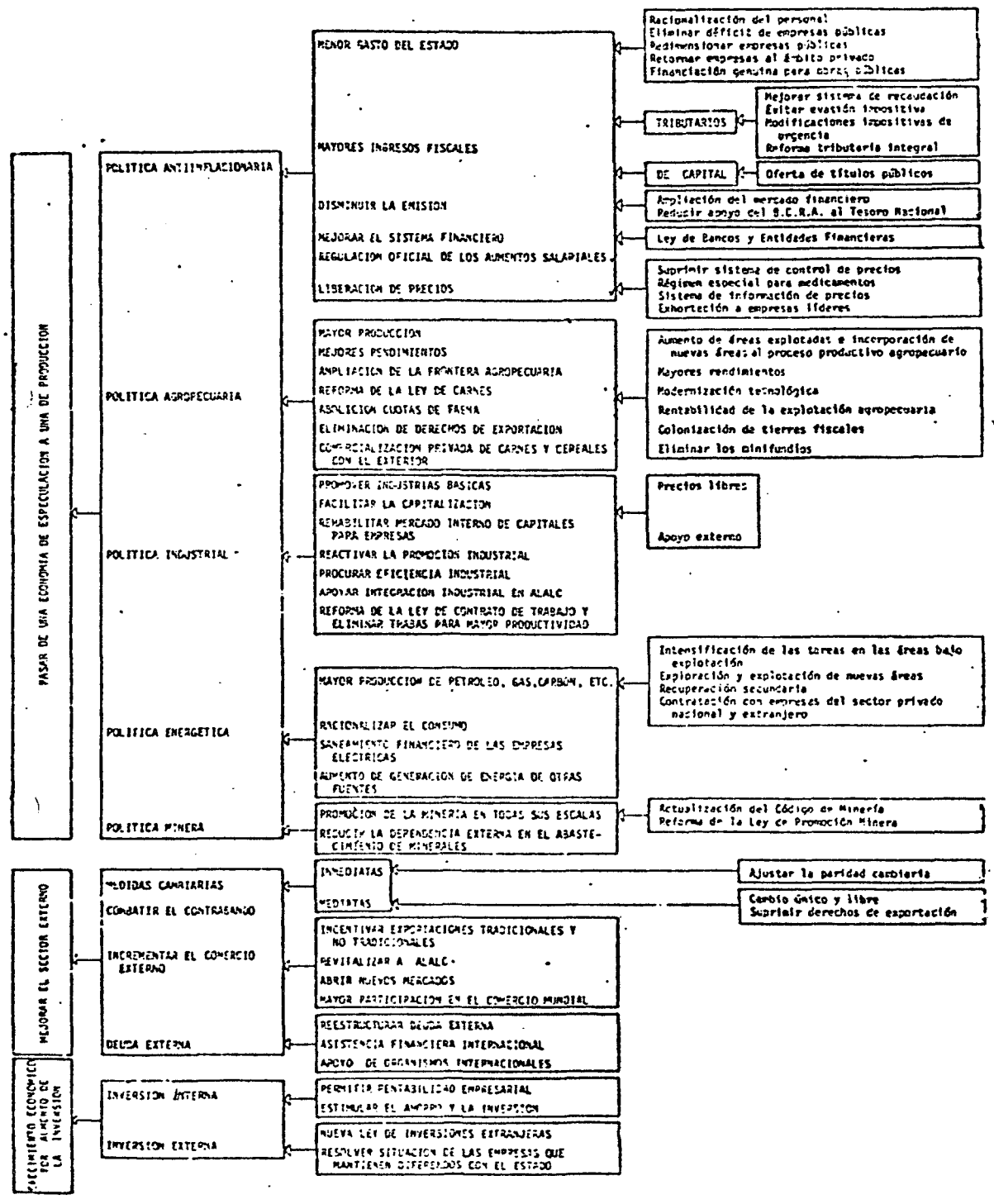
Su exposición sintetizaba los objetivos del programa bajo la siguiente enumeración:

1. Lograr el saneamiento monetario y financiero indispensable como base para la modernización y expansión del aparato productivo del país en todos sus sectores, lo que garantizará un crecimiento no inflacionario de la economía.
2. Acelerar la tasa de crecimiento económico.
3. Alcanzar una razonable distribución del ingreso, preservando el nivel de los salarios, en la medida adecuada a la productividad de la economía.

Para alcanzar estos objetivos se proponía un programa "global, coherente e inseparable", organizado sobre la base de lineamientos en política presupuestaria, cambiaria, monetaria y crediticia, de comercio exterior, agropecuaria, industrial, energética, de inversiones extranjeras, ingresos, precios y salarios, que en forma de síntesis fuera presentada oficialmente como puede verse en el gráfico 1 y que se correspondía básicamente con lo que en la Argentina ha sido denominado "el pensamiento liberal".

GRAFICO 1

SINTESIS DEL PROGRAMA DE RECUPERACION, SANEAMIENTO Y EXPANSION DE LA ECONOMIA ARGENTINA



Fuente: Ministerio de Economía, BS 143, 1976.

Conforme a la propia interpretación del doctor Martínez de Hoz, en la primera etapa del programa se propuso reducir drásticamente la espiral inflacionaria, concentrando su acción en cuatro líneas fundamentales: congelamiento de salarios nominales, eliminación del control de precios internos, una rápida devaluación en los tipos oficiales de cambio y la obtención de un margen mínimo de maniobra en las reservas internacionales (Boletín Semanal Nº 141, Ministerio de Economía, de aquí en más BS, 30/VIII/76).

La magnitud y el efecto de estas medidas no pueden comprenderse obviamente sin hacer alguna reflexión sobre las circunstancias políticas y económicas predominantes a fines de 1975 y principios de 1976. El nivel de precios minoristas había crecido 12, 15, 29 y 38 por ciento, en diciembre, enero, febrero y marzo; las reservas internacionales habían llegado en marzo a 725 millones de dólares, de las que las disponibles no alcanzarían a los 20 millones; la cotización del dólar en el mercado paralelo superaba en más de dos veces al tipo oficial para las exportaciones e importaciones; los salarios habían sido reajustados en un 18 y un 20 por ciento en enero y marzo; el nivel del PBI para el primer trimestre era 5 por ciento inferior al de un año atrás. Obviamente no sólo fueron económicas las medidas que aplicó el gobierno en esta etapa: la disolución de la CGT, la supresión de toda actividad política y el enfrentamiento abierto a la actividad subversiva al margen de todo condicionamiento legal son hechos que marcan definitivamente las características de ese primer período.

Hacia julio de 1976, siempre siguiendo la interpretación del jefe del equipo económico, ya superados los problemas iniciales más agudos que permitieron retomar el control de la marcha de la economía,

se inicia la segunda fase "caracterizada por el comienzo de la reactivación, a través de una salida gradual que evite el desempleo y dé privilegio a la inversión como factor de impulso por el lado de la demanda". A fines de 1976 el ministro destacaba una reversión total en el saldo del balance comercial (de 1.000 millones de dólares negativos en 1975 a 850 millones positivos en 1976), un fuerte saldo favorable en el balance de cuenta corriente y una drástica modificación en la situación de reservas, las que alcanzaban a 2.000 millones de dólares ("una cifra que deberá disminuir, porque las hemos ido reconstituyendo para poder cumplir con nuestras obligaciones de pago con el exterior").

Entre junio y noviembre, por otro lado, el índice del costo de vida había promediado una tasa mensual del 6,5 %, considerablemente más baja que la del primer semestre, que fue de cerca del 20 %. Frente a estos datos el nivel del producto interno del año era inferior en 1,7 % al de 1975, que había sido a su vez menor que el alcanzado en 1974; la industria cayó un 4,5 % respecto de 1975 y un 7,2 % respecto del valor extremo de 1974, en tanto que el sector agropecuario superó en un 2,4 % su tope máximo anterior alcanzado en 1974 y en un 4 % los niveles del año anterior. Conforme con los lineamientos básicos de la política iniciada en marzo -liberación de precios, congelamiento de salarios y devaluación-, hubo fuertes aumentos en las exportaciones y una buena caída tanto en las importaciones como en el consumo (ver cuadro I.1); la caída en la producción industrial no trajo aparejados aumentos importantes en el nivel de desempleo, en tanto que el salario real, dados los controles estrictos impuestos sobre el ajuste de los valores nominales, cayó a un 60 % de su valor comparando los datos de los últimos trimestres de 1976 y 1975.

En el terreno de las transformaciones estructurales el gobierno desplegó durante este período varios de los ingredientes de su programa básico (véase nuevamente el gráfico 1). En cuanto al apoyo a la producción agropecuaria -uno de los puntos centrales de su estrategia inicial-, el gobierno afirmaba a través de la palabra del secretario de Agricultura, Cadenas Madariaga (que en forma probablemente no casual encabezó una serie de discursos tendientes a explicitar los alcances sectoriales de la nueva política) que "hay que movilizar las riquezas dormidas en toda la extensión del territorio nacional; se trata de otra campaña al desierto, basada en una correcta política de precios sostén en función del precio internacional, créditos para siembra, provisión de semillas, mejoramiento de los sistemas de almacenaje y embarque, diversificación de la producción y apoyo a la ganadería". Las medidas inmediatas, particularmente el anuncio anticipado a la siembra de los precios de los cereales, crearon una evidente sensación entre los productores de que había llegado su largamente esperada etapa de reconocimiento.

El secretario de Energía indicó luego los lineamientos del plan de autoabastecimiento petrolero, apoyado en una participación privada mucho más amplia que en años anteriores, ya sean del régimen peronista inmediato como del anterior gobierno militar, en particular en el polémico terreno de la extracción del petróleo bajo contratos de riesgo. El secretario de Desarrollo Industrial presentaba a su vez un programa mucho más ajustado a las líneas prevalecientes desde mediados de los años sesenta y hasta la llegada del peronismo; su propuesta apuntaba a modificaciones en la legislación de promoción industrial, tecnología, inversión extranjera y fomento de exportaciones no tradi-

cionales que evitasen algunos abusos y desaciertos cometidos en el pasado inmediato. La enumeración de los objetivos, prioridades y características del nuevo enfoque (BS 139, 16/VII/76) pone énfasis en una actitud positiva del gobierno frente a la industrialización al sostener que "el país necesita con urgencia continuar, perfeccionar y acelerar su infraestructura industrial básica". La identificación de objetivos recorre caminos conocidos: alta tasa de crecimiento, descentralización de actividades, mejorar costos "a fin de darle al pueblo mejores y accesibles bienes y poder exportar gradual y sostenidamente los excedentes de producción, facilitando un alto nivel de empleo y generando las divisas necesarias para lograr la modernización y actualización de la industria a través de recursos externos generados por su propia actividad", incorporar tecnología de avanzada, mejorar la investigación aplicada y fortalecer a la pequeña y mediana empresa. Los nuevos beneficios, se afirmaba, serían fiscales, arancelarios y de orden financiero, en tanto que no sólo no se mencionaba un eventual ajuste de aranceles sino que se sostenía explícitamente que no se había pensado por el momento modificar o eliminar el régimen de licencias de importación que agregaba restricciones cuantitativas específicas a esos aranceles. Tampoco se hacía referencia alguna a las tasas de interés reales, a esa altura fuertemente negativas.

Rápidamente se constituye una comisión para solucionar diferendos existentes con empresas privadas, básicamente subsidiarias de multinacionales, y en agosto se sanciona el nuevo régimen de inversiones extranjeras, cuyos objetivos fueron diametralmente opuestos a los aprobados por el Congreso Nacional en 1973, quedando ahora claramente inscripto dentro de lo que se entiende por un régimen liberal: las res-

tricciones al accionar de las empresas de capital externo surgen sólo de la necesidad de lograr una previa aprobación gubernamental cuando se efecúen en sectores específicos vinculados a la defensa y seguridad nacional; la prestación de servicios públicos sanitarios, postales y de electricidad, gas, transporte y comunicaciones; radioemisoras, estaciones de televisión, diarios, revistas y editoriales; energía; educación y bancos, seguros y entidades financieras. Se siente el principio de igualdad entre inversiones extranjeras y nacionales y se establece el derecho de los inversores registrados de remesar utilidades y repatriar capital aun en el caso de que existan restricciones de carácter general para las transferencias al exterior, exceptuándose solamente el caso de dificultad en los pagos externos del país, en cuya oportunidad se prevé la provisión de títulos en moneda extranjera. Se impone un plazo mínimo de tres años para la repatriación de capitales, sin que su monto esté restringido por el aporte reconocido, se establece un impuesto especial sobre las utilidades pagadas, netas del impuesto a las ganancias, que excedan del 12 por ciento del capital registrado, se acepta el principio de considerar partes jurídicas independientes a la matriz y su subsidiaria en sus operaciones internas, salvo los casos de contratos de tecnología, y se adopta el principio de la nominatividad de las acciones, a través de su inscripción en un Registro de Inversores que sirve a la vez de mecanismo de reaseguro para el acceso a las garantías antes comentadas.

En lo que concierne a la reactivación de las relaciones económicas internacionales -un tema especialmente destacado del programa-, el ministro viajó a los Estados Unidos, Europa y Japón, firmándose un acuerdo con Paraguay para fortalecer las relaciones económicas, en par-

ticular las concernientes a la concreción del proyecto hidroeléctrico de Yaciretá. Se produjo una activación importante de las gestiones financieras tendientes a la obtención de préstamos de tipo compensatorio, cuyos resultados implicaron la apertura de líneas de créditos por un monto aproximado a 1.300 millones de dólares, gestión que fue apoyada en un convenio con el Fondo Monetario Internacional por 300 millones. En general las negociaciones con las instituciones financieras norteamericanas (500 millones), europeas (350 millones) y de otras fuentes (130 millones) se concertaron a plazos en torno de cuatro años, con períodos de gracia no inferiores al año y a tasas superiores en casi dos puntos sobre la tasa LIBOR. El memorándum del gobierno argentino al Fondo Monetario como base de esta negociación es una apropiada síntesis de los propósitos y la instrumentación del plan de gobierno durante esta etapa y puede consultarse en el apéndice A.

En el sector público las líneas de acción se habían marcado con precisión desde el primer momento: es necesario -se decía- corregir gradualmente el desmesurado desequilibrio fiscal por dos razones fundamentales; una asociada a la relación entre el déficit fiscal y la tasa de inflación, la segunda vinculada a un objetivo de largo plazo, cual es el de adoptar un papel subsidiario para el Estado en la actividad económica. Se postulaba una redefinición del papel del Estado, ajustando (léase disminuyendo) los límites de su accionar y partiendo del reconocimiento de que es la empresa privada el verdadero motor de la economía, conservando aquél exclusivamente el control de la orientación general y el manejo de los grandes instrumentos de política económica.

La corrección del desequilibrio, primer paso hacia el saneamiento fiscal y una de las preocupaciones centrales del gobierno (el

déficit financiado por el Banco Central había llegado en 1975 al 8,9 % del producto y los ingresos corrientes del Tesoro apenas llegaban a cubrir algo menos de un tercio de sus egresos corrientes en el primer trimestre de 1976). indujo a que se modificaran leyes impositivas, introduciendo la actualización de los créditos fiscales erosionados por la inflación y se crearon nuevos impuestos sobre transferencias de activos financieros, créditos bancarios, el capital y patrimonio neto, la propiedad inmobiliaria y el parque automotor, así como un aumento en la tasa del impuesto al valor agregado que pasó del 13 al 16 %, modificaciones que se aspiraba representaran un ingreso fiscal adicional equivalente para el año 1977 a tres puntos del PBI. Se comenzó a aplicar también una política de reajuste positivo en términos reales de las tarifas de servicios públicos.

Hacia fines de 1976 se avanza sustancialmente en la definición del programa de estabilización al unificarse las cotizaciones del dólar en el mercado cambiario y producirse el primer reajuste en el arancel de importaciones. La elección del tipo de cambio único, un elemento fundamental para definir las relaciones económicas con el exterior, a un nivel equivalente al alcanzado en el mercado libre en abril, con posterioridad a la puesta en marcha del nuevo programa -y que era a su vez prácticamente igual al ajuste de la cotización en el mercado oficial en esa fecha por el valor del índice de precios mayoristas de allí hasta noviembre-, no aparece apoyada más que en argumentos estrictamente pragmáticos. Todos los indicadores disponibles mostraban una evidente subvaluación del peso con respecto a la experiencia histórica reciente, de donde parecería que el gobierno efectivamente supuso que la cotización del dólar en el mercado libre en ese momento (y en el mercado paralelo o ne

gro en marzo-abril de 1976) era un indicador eficiente del valor de equilibrio del tipo real de cambio. El ajuste del arancel de importaciones conforme al decreto 3008/76 -comentado más adelante, en el capítulo II-, implicó una reducción media de alrededor de 40 puntos, desde algo más del 90 % hasta cerca del 50 %, complementada a su vez con una reducción de derechos de exportación de productos agropecuarios, los que oscilaban entre 10 % y 50 % y resultaron ajustados a niveles entre el 5 % y el 25 %. Como parte de la nueva política de relaciones con el exterior, se redujeron los reembolsos a las exportaciones no tradicionales a un máximo del 25 % y se eliminaron los depósitos previos para importaciones que regían desde el año anterior.

Al anunciarse las características del nuevo presupuesto y el programa monetario para 1977 se define a su vez la política de ajuste del tipo de cambio y de tasas de interés: "... vamos a mantener siempre una tasa de cambio llamémosle realista, que permita una adecuada fluidez a nuestras exportaciones y no implique un subsidio a las importaciones, la tasa de devaluación será igual a la tasa de inflación interna menos la internacional, a la vez que la tasa de interés será siempre mayor para las inversiones en pesos que en divisas", anunció el Ministro en su discurso a fines de año (BS 160, 17/XII/76).

El conflicto central a esta altura estaba dado por el inesperado -al menos por parte del gobierno- resurgimiento de la inflación. La tasa de incremento trimestral de los precios al consumidor que había llegado a 78 % entre enero y marzo, cayó a 54 % entre mayo y junio y a 22 % entre junio y setiembre, pero repuntó a 34 % en el último trimestre del año (cuadroI3). Los llamados a la responsabilidad empresaria

dentro de la necesaria etapa de sinceramiento de precios son continuos en los discursos de las autoridades económicas y muestran el comienzo de lo que luego sería una brecha en continuo crecimiento en la confianza que éstas depositaron en los empresarios como agentes activos en la búsqueda de una reducción en la tasa de inflación. Conforme a lo que ha sido uno de los modelos clásicos para interpretar el problema de la inflación en la Argentina desde una perspectiva estructural podría argüirse, sin embargo, que todo intento de trasladar precios hacia el sector agrario, al menos en el corto plazo como estuviera implícito en la estrategia de la reactivación inicial, produce una aceleración de la inflación, aceleración que es tanto mayor cuanto menor es la posibilidad de recurrir al arbitraje de la competencia externa (ver, por ejemplo, Olivera, 1961, y Canitrot, 1975). De acuerdo con el nivel en el que estuvo fijado el tipo real de cambio durante el año 1976 y la política salarial seguida a partir de marzo, a los que cabe agregar lo que aún era un régimen de restricciones cuantitativas generalizadas para la importación, es razonable suponer que la posible presión de la competencia externa sobre los precios internos se había alejado considerablemente de los niveles normales. De allí que las posibilidades de trasladar mayores costos de materias primas de origen primario y eventuales reajustes salariales inducidos por la caida del salario real derivadas de tales aumentos sobre el costo de vida eran mayores para los industriales -acostumbrados a operar bajo un régimen de margen proporcional estable- en ese momento que en cualquier período del pasado reciente. Si a esto se agrega una política monetaria pasiva (ver capítulo III) y el explícito rechazo al uso de restricciones sobre la libertad de fijar precios, es evidente que las condiciones para la aceleración de la tasa de inflación estaban dadas.

Bajo lo que se estimaba entonces eran condiciones razonables en los precios relativos internos y externos, entre el agro y la industria y entre beneficios y salarios, el gobierno dió por terminado el llamado "período de sinceramiento" de la economía y se preparó para llevar adelante durante 1977 un proceso de consolidación de la situación alcanzada a fin de año. La nueva etapa se apoyaba en un programa "que apunta a la reactivación de la actividad económica, la reducción de la inflación, el fortalecimiento del balance de pagos, la reducción de restricciones en el intercambio comercial y la eliminación de restricciones sobre los pagos y transferencias por operaciones internacionales corrientes" (Mensaje del Dr. Martínez de Hoz, BS. 161, 24/XII/76).

El presupuesto del gobierno nacional para 1977 se construyó sobre una hipótesis de inflación del 100 % y de un crecimiento del PBI del 5 %. En él comenzaba a atacarse un tema largamente criticado en el diagnóstico del gobierno: la necesidad de contener el déficit fiscal y racionalizar y disminuir el tamaño del sector público nacional bajo el dogma de la subsidiariedad del estado. Básicamente las características salientes que se preveían fueron una disminución del déficit de la Tesorería al 3 % del PBI (frente al 7,8 % del año anterior) y un aumento de la presión tributaria del 16 % al 24,5 % del PBI, resultante de la aplicación de nuevos impuestos, la utilización generalizada de mecanismos de indexación y un mayor control de la evasión. Al preverse un fuerte aumento en los impuestos provinciales y en la recaudación de empresas públicas, bajaron los aportes nacionales a éstas y a las provincias, en tanto que la inversión pública se preveía que alcanzara al 13 % del PBI, la cifra más alta en los años recientes (1). La administración se

propuso un amplio plan de racionalización, que incluía derogar todo convenio colectivo de trabajo que impusiera trabas al aumento de la productividad en las empresas públicas, despedir personal innecesario por aplicación del régimen de excepción conocido como la ley de prescindibilidad, iniciar la reorganización administrativa de sus empresas, vender acciones de empresas privadas en poder de la banca oficial y una profunda revisión y reordenamiento del programa de inversiones públicas.

El programa monetario fue diseñado esperando un aumento en las reservas internacionales (la excelente cosecha agrícola que marcaba la reacción del sector agropecuario a la nueva política daba un buen punto de apoyo) y una caída en la inflación; se esperaba que el mantenimiento de las tasas de interés "a niveles realistas" y la declinación en las expectativas inflacionarias produciría un aumento en los activos financieros reales de los particulares. El gobierno esperaba que el retorno a condiciones financieras más estables debería permitir una recuperación gradual de los salarios reales y la reactivación de la economía, a la vez que se ponía una vez más énfasis en la libre determinación de precios por el funcionamiento de mercado como medio de mejorar la asignación de recursos.

Una versión más técnica del programa, sus metas y estrategia puede leerse en el nuevo informe presentado al FMI en abril de 1977 (ver anexo A). En él la reducción de las restricciones en el intercambio comercial y la promesa de disminuir aranceles de importación, liberalizar importaciones y reducir reembolsos a las exportaciones para reducir presiones inflacionarias y mejorar la asignación de recursos apa

recen por primera vez como componentes explícitos de la estrategia gubernamental.

a. Un intento de controlar la inflación por acuerdo con los empresarios: la tregua de precios

El recrudecimiento de la inflación durante los meses de verano indujo, sin embargo, en abril de 1977, a un cambio inesperado en el plan de gobierno y en la relación del Ministerio con los sectores empresarios: frente a un aumento del índice de precios mayoristas del 27 % entre marzo y diciembre (contra 19 % en los tres meses anteriores), Martínez de Hoz, luego de recordar que inicialmente las expectativas inflacionarias fueron cortadas recurriendo a la congelación salarial, planteó que "hoy, a un año de distancia y en circunstancias distintas, debemos recurrir a otro tipo de terapia ... En este sentido hago una formal convocatoria a los empresarios para que absorban el aumento salarial de marzo (30 %) y que mantengan su nivel de precios de fines de febrero, sin trasladar en forma generalizada nuevos aumentos al precio de sus productos durante un período transitorio, que estimativamente podrá ser de unos ciento veinte días, quizás menos, en la medida en que el sacrificio de cada uno sea asumido a pleno y llevado a cabo con toda conciencia". La tregua, medio a través del cual el gobierno reaccionaba frente al recrudecimiento de la inflación basada -se puntualizaba- en "expectativas" que se constituyen en sí mismas en causas autónomas de inflación, se ponía en marcha y se acudía a la responsabilidad empresaria para terminarla con éxito. "Esta -la inflación- debe acabar drásticamente, y la única forma de evitarlo -a nuestro juicio- es que sean los empresarios los que corten el nudo gordiano, los que quiebren de

raíz la expectativa inflacionaria, aun a costa de un sacrificio que puede ser para algunos de ellos grande, pero teniendo en cuenta que por encima de esta situación transitoria está el bienestar general de la Nación". El llamado a la responsabilidad empresaria era ahora ompañado, a diferencia de lo que ocurriera al eliminarse un año atrás todo el sistema de control de precios, de una velada amenaza que luego probaría ser de crucial importancia: "... hemos observado en el pasado que ciertos sectores o empresas se han aprovechado de su situación, de alguna manera monopólica o de oligopolio en el mercado, para efectuar frecuentes o grandes aumentos en los precios. Quiero advertir que estas situaciones van a ser observadas muy de cerca y que, llegado el caso, sabremos adoptar todas las medidas necesarias dentro de la amplia gama que tiene el Estado, desde las medidas arancelarias para permitir la importación, hasta las de otro orden, para que estas empresas entren en razón y no ejerzan prácticas contrarias a una actuación leal en el mercado" (discurso del Dr. Martínez de Hoz, BS 172, 14/III/77).

En tanto los agentes económicos trataban de ajustar su comportamiento a las nuevas pautas, un hecho de gran importancia para la política de transformación impulsada por el gobierno ocurre en los primeros meses de 1977: se sanciona la ley de entidades financieras. El texto se ajustaba a las palabras de Martínez de Hoz en su discurso inicial cuando señalaba que "... será indispensable devolver al sistema bancario y financiero su flexibilidad y eficiencia, eliminando el sistema de nacionalización de depósitos, que resulta inoperante desde el punto de vista del control oficial del crédito, a la par que atenta contra el desarrollo y la agilidad de la actividad financiera". Pa

ra alcanzar esos objetivos, según se expresa en la Memoria del Banco Central de 1977, era necesario restituir a las entidades el ejercicio pleno de su función de intermediarias, dotar al sistema de un marco legislativo y normativo tal que las impulsara a desarrollar grados crecientes de competitividad y eficiencia y exigir de las entidades un nivel de solvencia y responsabilidad acorde con la naturaleza de su actividad.

Las principales implicaciones inmediatas de la nueva Ley de Entidades Financieras fueron las siguientes:

1. Recrear un sistema de reservas fraccionarias o efectivos mínimos uniforme sobre todo tipo de depósito, con independencia de que devengara o no intereses.

2. La liberalización de los criterios con que los bancos pueden fijar la tasa nominal de interés ya sea activa o pasiva, principio que, a diferencia del anterior, implicaba una transformación de un régimen que llevaba no menos de treinta años de vigencia (el sistema de centralización o nacionalización de depósitos rigió desde 1946 hasta 1957 y desde 1973 hasta 1976, mientras que el sistema de tasas nominales controladas se aplicó en forma ininterrumpida por lo menos desde la primera de estas fechas).

3. La restitución a las entidades financieras de la capacidad de discernir las formas y destinos en la instrumentación de su gestión crediticia, función que en los hechos no habían perdido con el regimen centralizado.

4. La recreación, a través del redescuento, del papel de prestamista de última instancia del Banco Central.

5. Un conjunto de normas referidas a la solvencia y liquidez de las entidades financieras que tenían que ver con sus capitales mínimos, inmovilización de activos, relación entre pasivos y patrimonio y entre los préstamos y garantías patrimoniales, a través de las cuales las entidades pasaban a tener una mayor responsabilidad en la observación del cumplimiento de tales normas.

6. Una mayor liberalidad en cuanto a la expansión de las entidades existentes en el país (las que podrían ser titulares de acciones de otras entidades), para la instalación de nuevas casas, incluidas sucursales de empresas foráneas, y el dictado de pautas para la transformación de las cajas de crédito en bancos comerciales y de las sociedades de crédito para consumo en cajas de crédito o compañías financieras.

7. Un sistema de garantía de depósitos por parte del Banco Central que cubría el monto total de las operaciones en moneda local.

Dado que las posibilidades efectivas que brindaba el régimen de centralización sobre la orientación selectiva del crédito por parte de la banca privada eran poco usadas por el Banco Central y que se mantuvo la plena garantía de los depósitos, la modificación fundamental es, sin duda, la liberación de las tasas de interés para todas las operaciones, incluidas las de la banca oficial, que abandonaba prácticamente su misión de fomento agrícola (Banco de la Nación), de la industria y minería (Banco Nacional de Desarrollo) y de la construcción de viviendas (Banco Hipotecario Nacional), que habían sido características de sus operaciones desde el momento de su creación.

En el plano de la instrumentación de la política económica los hechos salientes durante 1977 fueron la sanción de las nuevas leyes de

Promoción Industrial y de Tecnología, el ajuste de los mecanismos de financiación de exportaciones y el comienzo de las discusiones sobre el efectivo papel de la política arancelaria en el desarrollo futuro del sector industrial.

En julio de 1977 se sanciona la nueva ley de Promoción Industrial, un régimen de carácter general que continúa la tradición ininterrumpida instaurada desde 1944, año en el que aparece por primera vez tal figura jurídica en la legislación nacional. Sus objetivos no se apartan en demasía de lo que había sido esa tradición, en tanto se enuncia la conveniencia de promover la expansión de la capacidad industrial fortaleciendo la participación de la empresa privada, alentando las inversiones orientadas a mejorar el equilibrio regional, la eficiencia y la seguridad y defensa nacional, poniendo énfasis en el uso de tecnología avanzada, la posibilidad de mejorar el balance de pagos por sustitución de importaciones y promoción de exportaciones, la explotación de recursos básicos o estratégicos y la atención a los posibles beneficios sociales derivados de los proyectos. Desde este punto de vista la nueva ley, como se señala en su mensaje, tendía a "corregir los errores cometidos, muy especialmente en los últimos tiempos", clara alusión al régimen de promoción puesto en vigencia durante el gobierno anterior. En lo que concierne a la administración de la promoción los cambios son mucho más significativos, los beneficios que incluyen exención, reducción, suspensión y diferimiento de impuestos, amortización acelerada de activos fijos y exenciones o reducciones de derechos de importación y eventuales regulaciones cuantitativas temporarias a las importaciones, se otorgan por igual a empresas locales o extranjeras, marcando un claro viraje con respecto al régimen anterior y deben ser aprobados casuísti-

camente. El crédito subsidiado desparece del arsenal de instrumentos y, por primera vez, bajo la premisa de hacer explícito el costo fiscal de la promoción, se condiciona el monto de los incentivos (estimado por el valor de su costo fiscal teórico) a una cifra que anualmente decidirá el Ministerio de Economía y que será incluida en el presupuesto de la Nación. Contra este valor deberán compararse los beneficios generados en el año por contratos anteriores y la diferencia resultante será el monto disponible para nuevos contratos.

En agosto de 1977 se sanciona la nueva ley de transferencia de tecnología, tema en el que se había legislado a partir de 1971 con una sustancial modificación de orientación nacionalista en 1973. El nuevo régimen se propone mantener el control sobre los contratos para evitar abusos, disponer de un inventario de fácil acceso y conocer el costo de las operaciones, bajo el expediente de declarar nulos todos los actos jurídicos que surjan de contratos no inscriptos en el pertinente registro. Las modificaciones se refieren sustancialmente a la derogación de cláusulas restrictivas "que detuvieron el flujo de tecnología moderna hacia el país en tanto dificultaban la inscripción de contratos". La ley mantiene el principio de la no aceptación de cláusulas contractuales que, por ejemplo, limiten al receptor el derecho a recibir mejoras desarrolladas por el proveedor en la tecnología contratada durante la vigencia del contrato, el uso o desarrollos por parte del receptor de su propia tecnología, el acceso a mercados externos que obliguen a adquirir materias primas o bienes de capital de proveedores determinados, y establece topes del 1 % sobre las ventas para el pago por el uso de marcas y del 5 % para los pagos generales por el uso de tecnología; permite nuevamente el uso de marcas extranjeras y libera-

liza significativamente las relaciones tecnológicas entre matrices y subsidiarias, que quedan exentas del registro salvo en el caso de la provisión gratuita de ingeniería básica o de detalle en que la inscripción es automática. Se amplían considerablemente, por último, los actos de inscripción automática entre empresas no vinculadas (BS 195, 22/VIII/1977).

La sanción de las nuevas leyes de promoción industrial, de tecnología y de inversiones extranjeras, la eliminación virtual de todos los préstamos bancarios a tasas de fomento, inclusive el tradicional apoyo de los bancos oficiales a las actividades agropecuarias, industriales y de construcción de viviendas, y el comienzo de una reducción de aranceles, orientada hasta esa fecha simplemente a "quitar el agua de la tarifa", definían prácticamente en su totalidad las nuevas relaciones entre el gobierno y el sector privado sobre las que se desarrollaría el proceso de acumulación. Obviamente que los cambios implicaron una transformación sustantiva de las reglas vigentes durante no menos de un cuarto de siglo.

Durante el mes de abril, al cumplirse un año de gobierno, se produce el primer cambio en el elenco de secretarios de Estado, al renunciar el secretario de Comercio Interior, responsable principal de la estrategia antiinflacionaria en esta etapa, y el de Energía, área en la que se habían producido algunos enfrentamientos con sectores militares vinculados al hasta entonces demorado régimen de participación privada en la explotación del petróleo. El ministro recalca a esa altura como objetivos para 1977 la reducción de la inflación y el esfuerzo gradual para la reactivación del nivel de actividad, a la vez que hace

una ratificación de la política cambiaria: "... hemos salido de la política de fijar tasas de cambio artificiales que, generalmente bajas, no han hecho más que desalentar las exportaciones e incentivar las importaciones y han sido las causantes de nuestras crisis periódicas de balance de pagos que tanto daño han producido" (BS 177, 18/IV/77).

Precisamente cupo al nuevo secretario de Comercio Interior, el doctor Estrada, plantear -a mediados del año, en el momento en que finalizaba la tregua- el tema del nuevo papel de los aranceles externos en la estrategia de precios; en el mejor estilo escolástico señalaba: "... aspiramos a que ellos resulten un dato, la política de aquí en más será hacer más competitivo el mercado por medio de la reducción arancelaria". La soberanía de los consumidores, el control de la oferta monetaria y la eliminación de la sobreprotección arancelaria serían, al decir del secretario de Comercio -que luego de la renuncia del secretario de Comercio y Relaciones Económicas Internacionales motivada por su desacuerdo con las modificaciones a la política de promoción de exportaciones, había asumido ambas carteras-, las bases de la nueva política de precios que excluía radicalmente el reciente intento de concertación.

De cualquier manera, el tema de la apertura seguía a dos puntas: por su lado, el secretario de Industria insistía en que la exportación de manufacturas es la esencia del crecimiento industrial y por ello se debe romper el círculo vicioso que consiste en que las empresas encuentran hoy grandes dificultades para proyectarse al exterior porque sus costos son altos y éstos son así porque no hay exportación que amplíe los mercados y permita operar en escalas más eficientes.

El tipo real de cambio era a la voz sobrevaluado para unos y subvaluado para otros dentro del propio equipo oficial.

Hacia fines de 1977 los índices de precios, tanto a niveles de consumidores como de mercados mayoristas, mostraban un crecimiento anual en torno del 150 %, que en ambos casos se había acelerado en el segundo semestre del año y que superaba ampliamente las previsiones oficiales. Los precios industriales habían recuperado posiciones frente a los agropecuarios y el salario real -si bien las cifras no son totalmente confiables- mostraba un cierto repunte sobre los niveles de un año atrás, a la vez que el tipo de cambio se había ajustado conforme a la inflación interna.

En el plano real los resultados anuales para 1977 indicaban una marcada recuperación. El crecimiento del PBI llegó al 5 %, con aportes sectoriales del orden del 1,2 y 4,2 para las actividades agropecuarias e industriales, un 16 % de aumento en la inversión bruta, del 50 % en las exportaciones y del 25 % en las importaciones, que permitieron alcanzar un saldo en cuenta corriente positivo por 1.250 millones de dólares y un aumento de reservas de 2.200 millones de dólares. Conforme a estos datos, parecía evidente que la economía estaba pasando por los clásicos movimientos cíclicos de reajuste posteriores a un programa de estabilización ortodoxo apoyado en una devaluación masiva, en los que se observa inicialmente un mayor ingreso nominal en el sector agropecuario exportador, cuya elasticidad de oferta a corto plazo es prácticamente nula, y una caída en el nivel de las actividades urbanas, debido a que el mercado para su producción ha sido reducido por la inelasticidad de la demanda de alimentos por parte de los asalariados urba-

nos. En tanto la devaluación aumenta el margen de protección al sector industrial, el consiguiente aumento de salarios en el área urbana pone en marcha una segunda fase, en este caso expansiva, ya que trabajadores y empresarios recrean sus condiciones de operación anterior en forma asociada y en detrimento del sector agroexportador, por cierto que todo ello ocurre a un nivel de precios muy alto. Sin embargo, la observación de los resultados por trimestres ponía en evidencia que la reforma financiera, en particular por lo que concierne a la liberación de las tasas de interés, había incorporado un ingrediente novedoso a la experiencia tradicional. Restricciones en la creación de dinero base para la financiación del sector público, mantenimiento sin cambios de la tasa de efectivo mínimo y presencia de los organismos públicos en el mercado crediticio no eran más que reflejos parciales de un intento sostenido, practicado por el gobierno desde mediados de año, que apuntaba a controlar la oferta de dinero, factor principal en la aceleración de la inflación según la impresión predominante en el sector oficial, conforme a un criterio que comenzaba a privilegiar cada vez más este tipo de argumentos en detrimento de la invocación a la responsabilidad empresaria y al necesario sinceramiento de precios que caracterizó la posición inicial. Las tasas nominales de interés comenzaron a crecer sostenidamente a partir de junio, siguiendo muy de cerca el movimiento de precios particularmente en sus saltos hacia arriba, y hacia fines de año, cuando se desacelera el ritmo de la inflación y probablemente ya se había producido la renegociación de la mayor parte de la cartera de préstamos vigentes a la fecha de la reforma, las tasas reales llegaron a valores positivos que pudieron alcanzar, dependiendo de las formas utilizadas para concertar las operaciones, hasta

4 y 8 % mensual en noviembre y diciembre. La tesis oficial fue la de imputar gran parte de esta explosión a las expectativas erróneas de los empresarios, ya sea con respecto a los niveles de inflación futura o en cuanto al éxito del gobierno para controlarla, motivos que los habrían llevado a una formación de inventarios fuera de toda relación con sus posibilidades reales de financiación en un mercado de dinero a tasas libremente concertadas.

b. Un nuevo enfoque en la lucha contra la inflación: política monetaria activa y expectativas

Precisamente a fines de 1977 el ministro de Economía dirige un nuevo mensaje al país, en el que sugiere la tesis de los errores por parte de los empresarios como hipótesis compatible tanto con la aceleración de la inflación como con la caída en los niveles de actividad y anuncia su propósito de consolidar, durante el año entrante, la recuperación del nivel de actividad económica, reconstruyendo la capacidad de ahorro y de inversión, introduciendo modificaciones en la política de salarios tendientes a mejorar su capacidad adquisitiva (el llamado principio de flexibilidad, por el cual se permitían aumentos salariales mayores a los establecidos en las pautas legales, procedimiento prohibido formalmente hasta entonces), reduciendo el déficit del presupuesto nacional y eliminando su financiación inflacionaria y fortaleciendo la cuenta corriente del balance de pagos. Dentro de este esquema, señalaba enfáticamente: "... quiero decirles que la política monetaria no tendrá los efectos recesivos que hoy se temen", a la vez que afirmaba que "no hay razón alguna para que en 1978 no logremos una sustancial reducción en la inflación" (BS 214, 2/I/78). De cualquier mane-

ra, es evidente que los efectos recesivos de la restricción monetaria habían alertado al gobierno; si bien no se hizo pública la hipótesis de inflación contenida en el presupuesto para 1978, puede estimarse sin duda por encima del 100 % previsto para el año anterior y tal vez cercana al 125 %. Al mismo tiempo, y en tanto se alejaba en el horizonte temporal el objetivo de crecimiento no inflacionario, se ensayaba una definición sobre el contenido último de la estrategia de corto plazo del equipo económico; en tal sentido decía el ministro: "... hay que entender la palabra estabilización: es para nosotros el establecimiento de reglas de juego estables, perdurables, que sin perjuicio de que se vayan ajustando en la medida que la experiencia lo indique, se corresponden con tres factores básicos: liberación de precios, del mercado cambiario y de la tasa de interés" (BS 213, 27/XII/77).

Hacia mayo de 1978, a dos años de su lanzamiento, la marcha de algunos indicadores claves ponía un llamado de atención sobre los resultados del programa. El PBI había caído en el primer trimestre a un nivel inferior al de cualquiera de los cuatro años anteriores, incluso 2,3 % más bajo que el crítico comienzo de 1976. Los precios mayoristas y minoristas continuaban creciendo, en tanto, a no menos de un 25 % por trimestre. Es entonces cuando se introducen por primera vez "medidas de ajuste del programa económico a las presentes circunstancias". Las medidas implicaban en los hechos una serie de modificaciones en la forma de ejecución del programa, caracterizada hasta entonces por el énfasis en la transformación a mediano plazo, atendiendo a un proceso expansivo que inevitablemente se daría una vez producida y aceptada la etapa inicial se sinceramiento de precios y que fuera puesto bajo control el déficit público financiado con emisión monetaria. La liberación de pre-

cios, el control de salarios y la reducción del impacto del sector público en la base monetaria ya se habían producido, a la vez que se habían unificado las cotizaciones en el mercado cambiario que operaba sujeto a un control activo por parte del Banco Central. Los resultados, sin embargo, no se ajustaban a las esperanzas, particularmente en cuanto a la marcha de los precios, y hacia su pretendida estabilización en corto plazo se orientaría cada vez más el peso de la acción gubernamental.

El ministro diagnosticaba ahora que la tasa de inflación estaba en gran medida influida por las tendencias registradas en el pasado reciente en la expansión monetaria. La política monetaria, decía, actúa sobre el nivel de precios a través de la expansión monetaria en forma tendencial y con demora y en las razones de tal expansión debe encontrarse la raíz del problema inflacionario (BS 234, 22/V/78). Bajo estos supuestos y poniendo particular énfasis en la relación entre esta tendencia y la formación de expectativas, las que a su vez se traducen en un componente activo en el proceso de formación de precios, se diseñó una nueva estrategia de corto plazo basada en los siguientes puntos:

1. Una reducción en el sistema de reajuste de tarifas de las empresas públicas (que hasta entonces y en particular en el presupuesto fiscal para el año se habían atado al índice de precios).

2. La liberación de las cotizaciones en el mercado cambiario; "se ha resuelto que los tipos de cambio sean básicamente determinados por la oferta y la demanda, el Banco Central sólo intervendrá para evitar fluctuaciones bruscas; no vamos, al igual que con las tarifas, a convalidar el nivel del índice de crecimiento de los precios internos al ciento por ciento". Una transformación tan central en el es-

quema era sin embargo adoptada con cierta precaución -en los hechos del Banco Central siguió controlando de cerca el mercado-, aparentemente guiado por la situación externa: "... nos encontramos en una situación excepcionalmente favorable con saldos positivos en el balance comercial y la cuenta corriente y altas reservas, las que han sido el resultado de la adopción de tipos de cambio realistas; sin embargo, y a pesar de esta situación favorable, el sector externo es el factor de expansión mayor de la base monetaria y como tal contrarresta el esfuerzo que se realiza en el campo fiscal para la disminución del déficit, a la vez que impide la reducción del alto porcentaje de efectivo mínimo con que operan los bancos y la declinación del déficit de la cuenta de regulación monetaria". Es oportuno señalar, a su vez, que entre el cuarto trimestre de 1976, cuando se unificaron los tipos de cambio, y el segundo trimestre de 1968 la cotización real del peso, ajustada por la inflación en los Estados Unidos, se había revaluado ya en un 18 %, lo que introduce fuertes dudas sobre el realismo que había guiado la elección inicial y la estrategia de defensa del tipo de cambio. El tipo de cambio real en mayo de 1978 era equivalente al promedio de 1972, el valor anual más alto alcanzado en esta serie entre 1960 y 1974 (ver Apéndice C).

3. En otro cambio sin precedente con respecto a lo actuado en los dos años anteriores, se estableció un sistema de depósito obligatorio en pesos para equilibrar la relación entre el costo interno y externo del dinero. Se suponía que en tales disposiciones permitiesen reducir el ritmo de crecimiento del componente externo de la base monetaria, podría reducirse el efectivo mínimo, aumentar la tasa de expansión del

crédito interno y bajar el fuerte diferencial entre tasas activas y pasivas, que superaba entonces el 2 % mensual.

4. Por su parte, en el sector financiero la única medida novedosa apuntando también a la desindexación es la aparición de operaciones con tasas de interés flotante, que se agregaban a las vigentes a tasa nominal fija y al sistema de indexación del capital con tasa fija. Es interesante sin embargo remarcar los objetivos a los cuales se sugería deberían ajustar su accionar los bancos, como síntoma de algunos problemas que comenzaban a manifestarse en la plaza. Ellos eran el alargamiento de los plazos concertados tanto para los depósitos como créditos, la aparición de líneas especiales de crédito para financiar la inversión en el agro, el comercio y la industria (las que, al sólo variar el plazo de pago e incorporar un período de gracia, no influyeron mayormente sobre el mercado) y tratar de solucionar los problemas del excesivo endeudamiento a corto plazo que afecta a las empresas a niveles de tasas positivas superiores al 2 % mensual. El gobierno entendía que las características bajo las que estaba operando en ese momento el mercado financiero eran tanto transitorias como poco adecuadas a su programa; por supuesto, no encontraba relación entre ellas y las características de la reforma.

5. Por último, se anunciaba el inicio de reuniones tendientes a modificar el arancel de importaciones, sin perjuicio de comenzar a utilizar su reajuste (léase reducirlo) cada vez que, teniendo en cuenta todas las circunstancias atendibles, se produzcan elevaciones de precios no justificadas que perturben el proceso económico en curso.

Estas medidas, señalaba el ministro en el mismo discurso, "si

bien contribuyen a rectificar algunos rubros en el corto plazo, tienen un claro sentido de orientación al mediano y largo plazo, dado que no forma parte de nuestra política favorecer condiciones recesivas como instrumento para reducir la inflación. Queremos reafirmar, sobre todo, nuestro propósito de incentivar la inversión productiva, que ha declinado fuertemente, es nuestro objetivo volver a poner en marcha la inversión en el país como factor fundamental de la reactivación económica que debe producirse rápidamente".

Durante 1978 el gobierno continuó con la puesta en marcha de las reformas estructurales previstas en su proyecto original. Se aprobó así el demorado régimen de Contratos de Riesgo para la Exploración y Explotación de Petróleo, se puso en marcha el Plan Nacional de Forestación y se aprobó también el Plan de Inversiones Públicas para el trienio 1979/81. El alto volumen de inversiones comprometido con anterioridad al 24 de marzo de 1976 se consideraba excesivo y había sido mencionado como "el problema fundamental" en los presupuestos preparados para 1977 y 1978, dado que su análisis reveló evidentes errores tanto en la selección de prioridades como en los cálculos de financiamiento y rentabilidad. El presupuesto para 1978 incorporó, por primera vez, los cupos para promoción industrial y forestal conforme al criterio de hacer explícito el costo fiscal de tales medidas; el monto límite de tal cupo correspondiente a la industria fue fijado en una cifra equivalente al 0,5 del PBI, del cual el 83 % correspondía a promociones ya acordadas y el 17 % a nuevos proyectos. Conforme al tipo de cambio vigente a esa fecha los cupos ascendían a 275 y 55 millones de dólares respectivamente. En el plano de las relaciones comerciales externas puede anotarse la sanción de

los regímenes de admisión temporaria de mercaderías, la ley de procedimientos antidumping y la iniciación de un proceso generalizado de rebajas arancelarias. En esta área se redujeron sensiblemente los derechos correspondientes a material electrónico, alimentos y bebidas, tabaco y diversos artículos antes incluidos bajo el común denominador de bienes suntuarios, en tanto que a lo largo del año fueron paulatinamente disminuídos los correspondientes a bienes de capital. En octubre -cuando comenzaban a observarse signos de recuperación en el nivel de actividad y un repunte de la inflación- el ministro afirmaba: "... hemos realizado la mayor parte de las reformas necesarias para transformar esta economía y hacerla marchar sobre bases sanas y sólidas, con un crecimiento sostenido, equilibrado y armónico" (BS 257, 30/X/78).

2. La apertura de la economía como objetivo e instrumento de política. Los profundos reajustes de fines de 1978

En diciembre de 1978 Martínez de Hoz puso en marcha "nuevas medidas tendientes a profundizar el plan económico en la nueva etapa que se iniciará en 1979". Las modificaciones fueron significativas, en particular en cuanto al enfoque de política económica utilizado, dado que los cambios implicaban un abandono de la estrategia antiinflacionaria seguida durante todo el año que se cerraba y hecha particularmente explícita en su ya comentado discurso del mes de mayo. A su vez, es en esta presentación donde, en consonancia con los cambios en el enfoque con que se afrontan las relaciones financieras con el exterior, se plantea por primera vez en forma explícita el tema de la apertura de la economía tanto como objetivo como instrumento de acción; es en ese sentido que la frase "la nueva etapa" adquiere su plena dimensión. En una

apretada y expresiva síntesis de su programa, el ministro señalaba como sus nuevas metas "pasar de un esquema básicamente cerrado y signado por el intervencionismo estatal agudo a uno de apertura de la economía y de confianza en la empresa privada como sostén y motor de la economía bajo la función orientadora y supletoria del Estado" (BS 265, 25/XII/78).

En términos de estos objetivos y postulando una vez más la promoción del crecimiento (el cuarto trimestre de 1978 había concluido con un nivel de producto en crecimiento pero levemente inferior al de un año atrás, a la vez que el promedio anual mostraba una caída del 3,2 % con respecto a 1977) y la reducción de la inflación (la tasa de crecimiento de precios mayoristas fue en el último trimestre del año equivalente a igual período del año anterior, o sea 27 %, y la tasa anual a diciembre alcanzaba a 143 % contra 147 % en el año anterior), se puso en marcha un nuevo programa de estabilización que se apoyaba en un sencillo axioma: "... la tasa de crecimiento de precios internos convergerá a un valor igual al de la inflación internacional más la tasa de devaluación".

El ministro, que había logrado preparar para 1979 un presupuesto que no requeriría financiamiento monetario por parte del Banco Central y que introducía en ese momento una reforma arancelaria tendiente a reducir la tarifa nominal en forma sostenida y gradual hasta 1984, basaba su estrategia en el anuncio de la pauta de devaluación o cotización de referencia del dólar para los meses siguientes a una tasa mensual declinante que correspondía inicialmente a alrededor de la mitad del ritmo de inflación corriente, acompañada de metas compatibles para la expansión del crédito bancario de origen interno, las tarifas de servicios públicos y los salarios mínimos.

El plan se apoyaba, entonces, sobre un sistema de cambio fijo, con la variante de que el precio de las monedas extranjeras que las autoridades monetarias defienden se ajustaría en el tiempo de acuerdo con una regla conocida por todos los participantes en el mercado. Los elementos conceptuales centrales del funcionamiento del modelo han sido resumidos sintéticamente por Rodríguez, señalando que "al controlar el tipo de cambio, el Banco Central pierde el control sobre el nivel de sus propios activos y por lo tanto no puede controlar la oferta monetaria; por otro lado todo intento de modificar la tasa de interés real interna con respecto a la que prevalece en el mercado internacional provocaría presiones en el mercado de capitales al crearse un diferencial que induciría una rápida reacción en los movimientos de capitales, que eliminaría tal diferencia, recomponiendo el nivel inicial de liquidez y provocando un cambio en la composición pero no en el nivel de la masa monetaria" (Rodríguez, 1979).

Para que estos mecanismos funcionen razonablemente, es obvio que debe partirse suponiendo una demanda de activos monetarios reales estable y pocas, si es que algunas, limitaciones a la movilidad internacional de capitales. El Banco Central anunció la cotización diaria del dólar a ocho meses plazo, a la vez que no permitió legalmente la entrada de capitales por créditos concertados a períodos menores de un año, sin perjuicio de que en la práctica esta restricción fue atemperada al aceptar el prefinanciamiento de importaciones a plazos inferiores, lo que hacía posible la existencia de un stock de crédito de arbitraje importante. El principal efecto esperado de este esquema es, obviamente, el de lograr (o determinar según las opiniones más esperanzadas) la tasa de crecimiento de los precios de los bienes comerciables a un nivel

igual al de la tasa de devaluación más la inflación internacional, a la vez que acotar las variaciones en la tasa nominal interna de interés, que deberá ser equivalente -una vez alcanzada la convergencia- a la tasa nominal externa ajustada por una eventual y pequeña prima de riesgo y por lo tanto independiente de la política crediticia del Banco Central. A diferencia del enfoque anterior -el de la política monetaria ortodoxa tradicional con mercados de capitales internos y externos con escasa vinculación-, que tal vez por conocido no mereciera mayores discusiones, el nuevo esquema fue objeto de cuidadosas argumentaciones por parte de economistas vinculados a la corriente de opiniones formada en el Seminario de Economía Internacional de la Universidad de Chicago.

a. <u>El enfoque monetario del balance de pagos. Teoría y primeros resultados</u>

En el trabajo al que hemos hecho referencia, Rodríguez presenta un modelo analítico que, según su interpretación, incorpora las características esenciales del programa. Se apoya, más allá de ciertos supuestos claves, sobre la estabilidad en la demanda de dinero en un modelo que distingue dos sectores definidos conforme a su relación con el mercado internacional, el de los productos no comerciados o domésticos y el de los comerciados o comercializables. En él define una ecuación de formación de precios que supone a las expectativas de inflación y la situación del exceso de demanda en el mercado de productos no comerciados internacionalmente como determinantes inmediatos de la tasa de inflación en este mercado, en tanto que en el de bienes comerciados esa tasa está básicamente determinada por la inflación externa y la tasa de devaluación. Bajo estos supuestos demuestra que la tasa de inflación de equili-

brio a largo plazo para ambos mercados deberá ser igual a la tasa de inflación externa (o sea la de los bienes comerciados) más la tasa de devaluación. En tanto la inflación externa está dada exógenamente por el supuesto de país pequeño, la herramienta operativa del gobierno es, por excelencia, la tasa de devaluación nominal.Si el gobierno mantiene el tipo de cambio fijo, la cuantía de los recursos monetarios es determinada por la demanda y el manejo del nivel de la oferta monetaria desaparece como instrumento de su política. El razonamiento conforme al enfoque monetario del balance de pagos hacía así su presentación en la sociedad argentina.

Se aceptaba, por cierto, que en el proceso de transición entre dos situaciones de equilibrio de largo plazo, caracterizadas por ritmos distintos de inflación, la economía debería pasar por un período de exceso de oferta, consecuencia de la relación funcional bajo la que se forman las expectativas de precios. Esto es así dado que Rodríguez supone en su modelo que tales expectativas se ajustan a un proceso adaptativo en lo que concierne al cambio esperado en los precios de los productos no comerciados, en tanto que en los comerciados el ajuste es inmediato. Pero debía aceptarse también, en lo que se transformaría más adelante en una hipótesis crucial para la marcha del proceso de ajuste, la plena validez de la teoría de la paridad del poder adquisitivo de las monedas, o lo que es equivalente para el caso, que el tipo de cambio real prevaleciente en ese momento se correspondía con el equilibrio de largo plazo. Es oportuno citar que el tipo real de cambio para el último trimestre de 1978 había sido revaluado un 20,3 % con respecto al segundo trimestre de ese año y un 46,7 % con respecto al último trimestre de 1976, las dos oportunidades anteriores en que se habían tomado de-

cisiones centrales sobre su nivel. El gobierno daba por supuesto que el margen de protección nominal no utilizado con respecto a la competencia externa en los precios de los productos industriales había llegado prácticamente a cero y Rodríguez señalaba, por último, que el análisis del modelo -al menos conforme a su propia versión- mostraba desde el ángulo de la estabilidad del proceso de ajuste que el sistema sería tanto más estable cuanto mayor fuera la respuesta del exceso de demanda a los cambios en precios relativos de los productos comerciados, en tanto que tendería a ser tanto más inestable cuanto más dependiera tal ajuste de la tasa real de interés. Como es obvio de esta descripción, las opiniones sobre el atraso o adelanto cambiario, o sea la diferencia entre la tasa de equilibrio y la elegida por el gobierno, y la velocidad del ajuste de los movimientos de capital a los diferenciales en la tasa de interés serían entonces el eje sobre el cual articularían las discusiones sobre la rapidez y el costo económico y político de la convergencia de la tasa de inflación a la pauta gubernamental.

Si nos hemos detenido en este análisis es porque, por primera vez, se pretendió justificar sobre bases teóricas el plan de gobierno, y si bien esto ocurrió desde el plano privado, tal razonamiento, en este caso el de Rodríguez, no sólo no ha sido cuestionado desde el área oficial sino que es sostenido también en la Memoria Anual del Banco Central para 1979.

Este nuevo plan, en el que el muchas veces invocado pragmatismo de la etapa inicial era ahora reemplazado por un enfoque ortodoxo, revertía totalmente la postura frente a la entrada de capitales externos, implicaba un rechazo a las políticas del tipo "crawling peg", que

de alguna manera habían permanecido hasta entonces en el discurso oficial como apoyo y defensa de la exportación, introducía la reforma arancelaria (un plan tendiente a bajar el valor medio no ponderado de la tarifa arancelaria desde un 29 % en diciembre de 1978 hasta un 15 % en 1984), ponía un límite a la expansión del crédito bancario de origen interno y asumía el compromiso de no recurrir a la emisión monetaria para financiar el presupuesto gubernamental, el que debería, por último, "inscribirse dentro de un marco de emergencia transitorio". Esta frase implicaba, por primera vez, un serio intento de disminuir el nivel real del gasto público, tanto corriente como de inversión. Para reafirmar el cambio operado en la distribución de cargas en la lucha antiinflacionaria, el llamado a la responsabilidad empresaria efectuado en abril de 1976 era reemplazado por una abierta amenaza; el ministro anunciaba que "cuando veamos que haya una oferta insuficiente para atender la demanda creciente o que frente a una capacidad instalada insuficientemente utilizada los precios comiencen a ascender sin utilizar plenamente la capacidad productiva y se eleven por encima de los niveles promedios asegurados por estos márgenes de referencia que hemos anunciado, procederemos a adelantar algunas de las etapas de la reforma arancelaria a los fines de nivelar el abastecimiento del mercado" (BS 265, 25/XII/78).

El gobierno nunca explicó con claridad las razones para un cambio tan fundamental en el enfoque de su política, si bien es razonable suponer que el eje sobre el que se centró tal cambio fue una vez más el tema del control de la inflación cuyo avance en el año, del orden del 140 %, había superado sus previsiones y no mostraba síntomas de disminución frente al del año anterior. Las posibilidades de ejercer una efec-

tiva influencia sobre la marcha de los precios a través de un control activo del ritmo de creación de recursos monetarios había mostrado ser un recurso altamente riesgoso, ya que la elevación de la tasa de interés a magnitudes reales fuertemente positivas y su consiguiente impacto sobre el nivel de actividad exponían al programa a un costo político extremadamente alto. Por otro lado mostraba ser una estrategia de difícil control, dado que aun con la imposición de plazos mínimos de permanencia para las operaciones con capital externo y su gravación -por la vía de depósitos en pesos- para equilibrar rendimientos, la volatilidad de las tasas nominales y reales de interés inducía a fuertes movimientos especulativos de capital que tornaban muy limitada la efectiva capacidad de control del Banco Central sobre el nivel de reservas y la oferta monetaria. Los acontecimientos posteriores mostrarían, a su vez, que el gobierno asignaba al mantenimiento de un nivel elevado y estable de reservas internacionales una significativa importancia. Durante 1978 estas reservas se habían incrementado en alrededor de 2.000 millones de dólares, alcanzando a fin de año un nivel del orden de los 6.000 millones, resultado de un amplio superávit en la cuenta corriente por 1.800 millones y un movimiento autónomo de capitales positivo por 1.300 millones, a pesar de que se habían pagado créditos compensatorios por 1.400 millones. La cuenta de capital autónomo fue positiva -si bien por valores declinantes- durante los tres primeros trimestres del año y cerró con saldo negativo, por primera vez desde la reforma financiera en el último, cuando también por primera vez desde 1976, hubo una leve caída de reservas (ver cuadro 4). Dando de alguna manera firmes bases a la idea de que el nivel del tipo real de cambio a fin de año no debería considerarse muy retrasado con respecto a su paridad real -definida por

el sistema de precios relativos vigente, en los que el salario real estaba no menos del 25 % por debajo de sus niveles medios en la década anterior-, puede señalarse que, dejando problemas de rezagos temporales a un lado, aun con una revaluación no inferior al 25 % en el año 1978, el volumen físico de las exportaciones había aumentado en un 4 % y el de las importaciones había caído en un 6 %. Podría suponerse entonces que en particular en estas últimas el efecto del ingreso real era aun prevaleciente sobre el de la elasticidad de precios.

En tanto el nivel de actividad económica se recuperaba rápidamente a partir de comienzos de 1979 sobre los bajos niveles de 1978, el gobierno, en una actitud diametralmente opuesta a la del comienzo de su gestión en 1976 e indicativa del nuevo diagnóstico sobre causas de la inflación, liberaba en la práctica los niveles de salarios, que quedaban incluso sujetos a un reajuste legal mínimo del 4 % por mes, a la vez que creaba por la vía de una disposición ministerial (la discutida Resolución 6 del 4/I/79) un mecanismo de control de precios. Por esta resolución se autorizaba la aplicación anticipada de algunas etapas de la reforma arancelaria "a los fines de nivelar el abastecimiento del mercado". La reforma arancelaria, por otra parte, implicaba el fin de los derechos protectivos o la lisa prohibición de importaciones contenida en los regímenes de promoción sectorial de antigua data, básicamente automotores, tractores, maquinaria agrícola, motores y maquinaria vial. Sin entrar en mayores razones sobre los fundamentos de la medida, el gobierno decidió hacer una abierta excepción a este régimen arancelario general con la industria automotriz (que se convertía junto con la fabricación o armado de televisores en color en los dos sectores especialmente privilegiados), cuya ley de reconversión fue puesta en vi-

gencia a principios de año, en la que, si bien se levantaba la prohibición de importaciones que regía desde 1959, se fijaba un arancel del 95 % y un sistema de precios mínimos de aforo para el cálculo de esos derechos, a la vez que se liberaban sustantivamente los compromisos de integración nacional en los vehículos fabricados.

En el mes de junio de 1979, en la Asamblea Anual del Banco Interamericano de Desarrollo, el ministro de Economía decía: "... después de tres años podemos decir que nos encontramos en una etapa en la que consideramos haber reconstruido las bases para la existencia de una economía sana y sólida, para asegurar su crecimiento futuro sobre fundamentos duraderos" (BS 288, 4/VI/79). Es cierto, sin embargo, que el nuevo enfoque del programa había ocasionado algunos problemas políticos: en marzo renunciaron a sus cargos los secretarios de Desarrollo Industrial y de Agricultura y Ganadería, completándose así un ciclo de renovación que involucró a todos los secretarios directamente vinculados a los sectores de producción. La renuncia de Cadenas Madariaga, si bien reemplazado por uno de sus colaboradores inmediatos, implicaba el retiro de quien fuera figura central en la primera etapa del gobierno y principal sostenedor de un proyecto de transformación agroindustrial de vastas proyecciones, en el que precios relativos estables y remunerativos para los productos primarios ocupaban un lugar central, incompatible con la estrategia de estabilización para entonces adoptada (Sobre el alcance de su discrepancia ver La Nación, 9 de junio de 1981, pág. 5).

La diferencia entre "la filosofía" del programa y "su instrumentación", el tema sobre el cual se organizaría la crítica al ministro de Economía por parte de las organizaciones empresariales agrarias e indus

triales durante 1980 mostraba aquí su primera manifestación aguda.

A partir de 1979, completada desde el punto de vista gubernamental la mayor parte de las transformaciones estructurales significativas, habiéndose preparado un presupuesto nacional en el que se reduce el deficit global del sector público a menos del 4 % del PBI y el de la Tesorería a menos de 2 % sin recurrir a la financiación del Banco Central, el tema fundamental en la evaluación de la marcha de la economía, siempre según la interpretación gubernamental, se centró en el llamado "proceso de convergencia", entendiéndose por tal el paulatino acercamiento de la tasa interna de inflación hacia la combinación de las observadas en el contexto internacional y su propia pauta de devaluación nominal, continuamente decreciente en función del tiempo. Si bien el gobierno se ajustó rigurosamente a su compromiso de devaluación nominal, sobre el que es pertinente recordar poco se ha informado en cuanto a las bases de su elección, y que, en tanto convergería a cero en la fecha prevista para la ulterior rotación presidencial parece haber sido elegido atendiendo una vez más a razonamientos de índole estrictamente política que a una evaluación económica, la respuesta de los precios internos a esa pauta no fue de ninguna manera tan rápida como la supuso el gobierno. Según declaraciones de funcionarios del Banco Central, la previsión de inflación para 1979 fue del 80 %, en tanto los precios mayoristas crecieron un 130 % y los cálculos para 1980 suponían un 50 %, proporción que será también claramente superada al cerrar el año,

b. Las dificultades del proceso de convergencia

En tanto según la opinión del ministro la parte sustantiva de los reajustes estructurales habían sido cumplidos y en cuanto al volun-

tarismo inicial había cedido su lugar a una concepción definida sobre el modelo teórico de comportamiento de la economía, parece pertinente tratar entonces de explorar con más detalle las implicaciones de tal modelo, en particular en cuanto a la forma de ajustes de los precios, el nivel de actividad, la tasa de interés real y el saldo de balanza de pagos a lo largo del tiempo. Para ello podemos concentrar nuestro análisis, siguiendo los modelos convencionales de macroeconomía abierta, en un esquema en el que en grandes líneas el ingreso interno es una función positivamente relacionada con el tipo real de cambio y negativamente asociada con la tasa de interés real; donde en el mercado monetario la tasa nominal de interés es una función positiva del ingreso real y negativa con respecto a los saldos monetarios reales y en el que el saldo del balance de pagos está relacionado, en lo que a su cuenta corriente concierne, en forma positiva con el tipo real de cambio y negativa con el ingreso real, en tanto que los movimientos de capital son positivos o negativos conforme a que el diferencial entre la tasa de interés nominal interna ajustada por la expectativa de variación del tipo nominal de cambio -o la tasa de interés real menos la tasa esperada de variación en el tipo real de cambio- sean mayores o menores que la tasa en el mercado internacional.

Como es sabido, este tipo de modelos permite trazar, en un plano referido en sus ejes a la tasa real de interés y el tipo real de cambio, curvas representativas de los puntos compatibles de equilibrio interno y equilibrio externo, que en lo esencial, e incorporando una hipótesis de razonable certidumbre, muestran una solución compatible con diversos ritmos de crecimiento de los precios, en la que la posi-

ción de equilibrio de largo plazo es independiente de la tasa de inflación prevaleciente. Esta importante conclusión está sujeta a la condición de que el tipo real de cambio vigente coincida razonablemente con el de equilibrio y que, en consecuencia, su tasa de variación sea poco significativa, a la vez que la tasa de interés real sea igual o cercana a la prevaleciente en los centros financieros internacionales. Bajo estas condiciones, que excluyen un déficit gubernamental de importancia financiado ya sea directamente por el Banco Central o por el endeudamiento externo y su concomitante impacto sobre la base monetaria, ha sido demostrado por varios autores que han tratado el caso argentino (ver Rodríguez, op. cit., Martirena Mantel, 1968, 1969), que si bien es razonable suponer que el equilibrio de largo plazo es independiente de la tasa de inflación, todo intento de pasar de una cierta tasa dada a otra menor, en este caso operando a través de la "tabla", implica una necesaria caída en el ingreso real.

El análisis formal de la situación a partir de 1979 requiere que especifiquemos una función que represente el crecimiento de los precios y que hagamos explícitas las normas de política que guían de allí en más la acción del gobierno. En una primera aproximación en lo que a la inflación concierne y atendiendo a la vasta experiencia conocida en el país es posible suponer que más allá de explorar sus causas -tema sobre el que no abriremos juicio ahora- hay en ella una considerable inercia, particularmente a corto plazo, la que es alterada en el margen por los efectos acelerantes (o desacelerantes) de la devaluación real (revaluación real) y el exceso de demanda (desempleo). Las normas de política cambiaria y monetaria plausibles a incorporar en el modelo son una desaceleración en el tipo nominal de cambio conforme a una pauta preanuncia

da (la "tablita" del dólar) y un manejo de la tasa real de interés (o del crecimiento de la oferta monetaria de origen interno) compatible con el mantenimiento del equilibrio en el balance de pagos. Bajo este tipo de condiciones, extremadamente simples y que implican algunas diferencias con el modelo de Rodríguez o las versiones más ingenuas del enfoque monetario del balance de pagos, las conclusiones anteriores no se alteran, pero lo que es más interesante aun es que la caída en la tasa de inflación debe ser acompañada de un ciclo, en lo que a tasa de interés real y tipo de cambio real concierne, que implica inicialmente un aumento de la primera y una revaluación del segundo, con una necesaria revisión posterior en ambas una vez que el ritmo de crecimiento de los precios ha cedido por debajo de la pauta de devaluación nominal (ver Dornbusch, 1980). Es posible, incluso, que en los momentos iniciales se verifique una aceleración en el ritmo de crecimiento del producto y de los precios.

En lo esencial el razonamiento es el siguiente: la disminución en la tasa nominal de devaluación induce, en primer lugar y dada la inercia de la inflación, a una revaluación del tipo real de cambio y una mejora en el balance de pagos por la vía de la diferencia entre las tasas nominales de interés internas vigentes y la nueva (y menor) expectativa de devaluación. Este impacto deberá ser compensado a su vez con cierta rapidez por una baja en la tasa nominal de interés, facilitada por el aumento del componente externo de la base monetaria. La caída en la tasa nominal -en tanto los precios no ajustan instantáneamente- podrá a su vez inducir una mejora en el nivel de ingreso real y como tal una presión positiva, por el exceso de demanda resultante, sobre la tasa de inflación. Frente a este cuadro el programa antiinfla-

cionario exige continuar la desaceleración en el ritmo de devaluación y, dado el inevitable deterioro del balance de pagos producido ahora por la caída de las exportaciones netas motivada por la revaluación real, un reajuste hacia el alza de la tasa de interés real, que a travez de la entrada de capitales balances el paulatino deterioro de la cuenta corriente determinado por los efectos de precios, que son una función de la continua revaluación del tipo real de cambio.

En tanto se desee mantener bajo control la cuantía de reservas, la revaluación real debe continuar en la medida en que la desaceleración de la inflación se retrase con respecto a la del tipo de cambio nominal, pero debe ser acompañada de una continua alza en la tasa de interés real que compense el deterioro de la cuenta corriente, desplazándose en consecuencia el nivel de equilibrio interno cada vez hacia situaciones de menor volumen de actividad. La paulatina caída en el nivel de actividad deberá contribuir entonces a la desaceleración de la inflación hasta el momento en que su efecto sobre el nivel de crecimiento de precios sea mayor que el resultante del ajuste del tipo nominal de cambio.[2/]

En tanto sea posible arribar naturalmente a esta situación, el tipo real de cambio comenzará a sufrir una paulatina devaluación, la que posibilitará una expansión en la cuenta corriente, que a su vez llevaría a un reajuste hacia abajo de la tasa real de interés. El ciclo se completaría entonces volviendo a un nivel de equilibrio interno y externo compatible con los niveles iniciales de tipo real de cambio y tasa real de interés, pero con una tasa de inflación menor (ver apéndice B).

Tal suerte de análisis de la dinámica del ajuste ayuda -a pesar de sus abundantes simplificaciones- a aclarar algunos aspectos del comportamiento cíclico de la economía argentina de principios de 1979 en adelante. Es inmediatamente evidente, en primer lugar, que el cumplimiento del recorrido teórico planteado lleva cierto tiempo y el hecho de que efectivamente ocurra depende de algunos presupuestos cruciales que en ciertos casos implican un fuerte riesgo político y en otros no parecen haber sido debidamente apreciados por el equipo económico. Es cierto que durante la primera parte de 1979 se vivió una etapa de expansión en la actividad económica compatible con una caída en la tasa de interés real y escasa desaceleración en el ritmo de inflación, y que a partir de la segunda parte del año el deterioro de la cuenta corriente (las importaciones reales crecieron un 44 % en el año en tanto las exportaciones apenas llegaron al 5,1 %, con un crecimiento del producto del 8,5 % [3/], junto con un control muy estricto del aumento de los recursos monetarios de origen interno indujeron a un paulatino ascenso de la tasa de interés real para lograr una mayor entrada de capitales y sostener la cuantía de las reservas internacionales. La crisis bancaria producida en marzo y abril de 1980, que implicó la intervención por parte del Banco Central a tres de los más grandes bancos privados nacionales, con depósitos equivalentes a más de 2.000 millones de dólares (cerca de un 10 % de los depósitos totales) contribuyó por su parte a acrecentar la magnitud de un elemento hasta ahora soslayado en el análisis. En efecto, el componente del riesgo cambiario en la tasa de interés real local, cubierto normalmente bajo la hipótesis de razonable certidumbre, incorpora una nueva fuente de divergencia entre los valores locales y externos, en tanto el nivel de actividad comenzaba a desacelerarse primero y

caer significativamente después, particularmente en el sector industrial. La persistente revaluación del peso inducía por otro lado a una continua sustitución de bienes domésticos por importados y a un aumento descomedido de los gastos de turismo en el exterior, presionando de tal manera sobre la situación de reservas y la tasa de interés que obligó, en julio de 1980, a una eliminación total de los requisitos de permanencia temporal exigidos a los préstamos externos y a una extensión y pequeña modificación que disminuyó la velocidad de ajuste contenida en la tabla de devaluación nominal.

Los anuncios del ministro de Economía en julio, que implicaron un nuevo reajuste en su política, estuvieron básicamente orientados a provocar una revaluación del tipo de cambio real de equilibrio. Ejemplos en ese sentido son la extensión del impuesto al valor agregado (IVA) al sector agrario, la consolidación de gravámenes extraarancelarios dentro de los límites del programa general de reducción de tarifas y su consiguiente rebaja en cuanto superaron el tope, aranceles incluidos, del 55 %, y la eliminación de un conjunto de impuestos especiales que inciden sobre los costos de producción, incluyendo los aportes patronales al sistema de seguridad social. Como es obvio de su lectura, no sólo era un objetivo cambiario el que subyacía a tal reforma; los fines fiscales estaban también presentes, puesto que no sólo se generalizó el IVA sino que aumentó su tasa del 16 al 20 %. Ocurre que la fuerte caída en el ingreso real indujo a un paulatino deterioro en las cuentas públicas. El presupuesto para 1980, elaborado sobre un nivel de presión tributaria del 26 % sobre el producto, con un déficit global para el sector público equivalente al 3 % del PBI, entró claramente en crisis a mediados de año. Para fines de setiembre las cuentas

de la Tesorería mostraban un incremento del 8 % en los ingresos en términos reales frente a igual período del año anterior y del 16 % en los egresos totales, en tanto que el presupuesto preveía una disminución del déficit anual para la Tesorería del 2,0 del PBI para 1979 hasta el 1,3 % en 1980. La relación entre el déficit público y la pauta cambiaria se incorporaba así a los ya mencionados ejes críticos sobre los que se desenvuelve el programa de estabilización (ver Calvo y Fernández, 1980).

El empeoramiento de las cuentas públicas, un tema al que no es ajeno el persistente aumento del gasto militar, al igual que el deterioro de la confianza en la seguridad con que opera el sistema bancario (los cierres o intervenciones de bancos y compañías financieras continuaron sistemáticamente durante el año) y la incertudumbre con respecto a la continuidad de la política económica a partir de la rotación presidencial prevista para marzo de 1981, comenzaron a operar adicionalmente y desde distintos ángulos sobre el plan de estabilización, incidiendo tanto sobre el frente de la inflación como en el del nivel de ingreso y el saldo del balance de pagos, exigiendo una continua alza en la tasa de interés real que, a partir de fines del segundo trimestre del año, no pudo evitar incluso una fuerte caída en el nivel de reservas internacionales. En el mes de octubre se registró un repunte circunstancial pero sustantivo de la tasa de inflación y en noviembre la pérdida de reservas alcanzó un valor cercano a los 1.000 millones de dólares, una reducción de una magnitud jamás conocida en la historia del país, en un momento en que la caída en el ingreso y las persistentes tasas reales positivas de interés exponían al sistema financiero, por la vía de la recuperación de sus créditos a las actividades agra-

rias e industriales, a una posición particularmente crítica.

Es interesante señalar por último que el éxito del proceso de convergencia, tal cual fuera planteado por el gobierno, no implica según este análisis una posición de equilibrio, puesto que más allá de una tasa de devaluación nula, el crecimiento de los precios internos debería caer por debajo de la tasa de inflación internacional para que la reactivación en el nivel de ingreso real comience a operar, provocando el retorno hacia la posición de equilibrio inicial. En este punto es oportuno recordar que la única salvedad posible frente a un ajuste muy fuerte en el nivel de actividad sería a esta altura una nueva evidencia de que el tipo real de cambio de equilibrio de partida era aun de desequilibrio o que fue corriéndose en función del tiempo, ya sea como consecuencia de un inesperado desplazamiento en los términos de intercambio o de una voluntaria reducción de las tasas de remuneración de los factores de producción internos. Los hechos mostraban sin embargo un camino distinto. A principios de diciembre el ministro insistía en que "... con el programa económico del 2 de abril hemos establecido una serie de reglas de juego que creemos que ponen a la economía argentina en posición realmente de progresar sobre bases sanas y fuertes" (BS 366, 1/XII/80), pero el 15 de diciembre se volvía a ajustar la pauta de devaluación fijándola en el 1 % para ese mes y en el 2 % mensual para cada uno de los tres meses siguientes. A principios de febrero, de común acuerdo con su sucesor, introdujo un nuevo cambio en esas reglas de juego, por primera vez desde el comienzo de su gestión se volvía a la práctica de la devaluación tradicional, el ajuste fue ahora del 10 % por una vez y la pauta se fijaba en 3 % mensual para los tipos vendedores.

c. La economía a fines de 1980. Resultados alcanzados. Críticas y evaluación ministerial.

Para cerrar estos comentarios es pertinente recordar que los resultados de 1980 indican que el nivel del producto fue prácticamente igual al del año anterior; entre 1980 y 1975 la tasa de crecimiento del producto global per cápita fue en consecuencia negativa y, más aun, si se compara este último año con el máximo cíclico anterior registrado en 1974, la tasa anual de crecimiento del producto per cápita es negativa en un valor cercano al 0,6 %. Los mismos datos indican que el producto industrial, en términos absolutos, es equivalente al logrado en 1974, definiendo así el más largo período de estancamiento observado desde la crisis de los años 30, en tanto que el agropecuario se ubicaría, aun con una caída en el último año, no menos del 10 % por encima de aquellos valores. Los sectores productores de servicios, con una expansión sobre bases comparables de alrededor del 15 % son los que habrían encabezado, por primera vez en la historia del país tomando períodos de tal dimensión, el ránking de crecimiento. Este comportamiento de los servicios, avalado por el reconocimiento de la distinción básica entre sectores productores de bienes comercializables o expuestos al comercio internacional y de no comercializables, fue acompañado por una fuerte expansión en dos áreas adicionales, la construcción y la producción de energéticos, básicamente petróleo y gas. En el primer caso, sin perjuicio de que se observó una considerable inversión inmobiliaria en Uruguay y Brasil asociada tal vez con el turismo pero potenciada por la revaluación, es obvio que la protección fue prácticamente infinita, lo que convirtió a la construcción privada en el eje de movimientos especulativos de importancia, es evidente sin embargo que los altos valores positivos de la tasa de in

terés observados desde fines de 1979 fueron desalentando la demanda hacia el sector que entró en profunda crisis en 1980. En el caso de los energéticos, la violenta modificación de los precios relativos del petróleo indujeron a las autoridades a impulsar activamente los procesos de exploración, extracción y recuperación secundaria; en este sentido todo hace suponer que la explotación de los yacimientos locales, a pesar de su relativamente bajo rendimiento conforme a patrones mundiales, ha pasado a ser ahora rentable a precios internacionales; de cualquier manera su contribución al producto total sigue siendo de escasa magnitud.

La reorientación en la asignación de recursos desde los sectores productores de mercancías hacia los servicios, si bien no se planteó nunca como un objetivo específico de la conducción económica, ha tenido una influencia importante en la situación del mercado de trabajo y particularmente en la absorción del desempleo industrial. Aun cuando no se dispone de datos detallados y confiables sobre el nivel de ocupación en las actividades industriales, es obvio que el estancamiento en el producto industrial ha sido acompañado de una disminución en el empleo que, incluso, habría sido aun mayor que aquél, generando un cierto aumento en la productividad, en tanto que por otro lado la tasa global de desempleo en áreas urbanas ha permanecido en valores extremadamente bajos.[4/] Aceptando que una parte importante de los desocupados estuvo compuesta normalmente por personas o muy jóvenes o muy adultas o que comenzaban a acercarse al mercado de trabajo vistos los altos niveles de salarios reales de comienzos de los años setenta (en particular mujeres), es posible pensar que algunos de ellos -dadas las nuevas condicio

nes del mercado- se habrían retirado de la oferta bajo la conocida hipótesis del desaliento. Si recordamos también que el costo real del trabajo industrial, aun cuando tendió a recuperarse paulatinamente luego de la caída observada en 1976, estaba en 1980 entre un 10 y un 20 % por debajo de lo observado en los diez años centrados en 1970, es evidente de la lectura de la tasa de desempleo que ha ocurrido un efectivo desplazamiento hacia actividades terciarias, en muchos casos bajo la figura de ocupaciones independientes o por cuenta propia. La expansión de la construcción, la lenta disminución de los empleados públicos y el notable auge de las entidades financieras, que indujeron incluso un importante aumento en el ingreso real para las ocupaciones calificadas, han contribuido también a explicar el mantenimiento del nivel global de empleo, a lo que debe sumarse también posiblemente la sensible mejoría en el nivel de ingreso real de los jubilados y pensionados.

Por el lado de la demanda final es posible observar que el consumo total ha permanecido prácticamente constante, o con una obvia caída en los niveles per cápita frente a los alcanzados en 1974/75, en tanto que la inversión muestra un comportamiento muy errático, con una leve tendencia positiva. En la década del 70 la tasa de crecimiento promedio de la inversión bruta fija apenas alcanzará el 3,0 % anual. La construcción, particularmente la efectuada por cuenta del sector público, ha tenido -como ya hemos analizado- un fuerte aumento, tal que comparando el trienio 1977/79 con 1973/76 el gasto es 50 % mayor. Cierto es que desde 1977 en adelante los valores permanecen prácticamente sin variación alguna. Las inversiones en equipo durable presentan también un comportamiento con fuertes altibajos dentro de una tendencia de escaso crecimiento; la tasa promedio anual para la década apenas su-

perará el umbral del 2 % con valores extremos en 1977 y 1979. A partir de 1977 es evidente que la rebaja de aranceles, la revaluación del peso y la posibilidad de acceder al financiamiento externo han incidido sobre las importaciones de bienes de capital, las que llegaron en 1979 al 25 % de la inversión total en equipo; en valor constante estas importaciones duplicaron las registradas en 1976 pero son sólo un 30 % superiores a las de 1971. Es pertinente recordar, sin embargo, que si bien la política arancelaria y cambiaria tendió a abaratar relativamente el costo de tales importaciones, la tendencia constante a la revaluación implicaba a la vez un reajuste hacia abajo de la corriente descontada de sus ingresos futuros, tanto por la competencia de precios de los productos importados terminados como por la caída de las eventuales exportaciones asociadas al proyecto.

La persistente revaluación y la rebaja de aranceles no sólo influyeron sobre las importaciones de bienes de capital; su efecto sobre el conjunto de importaciones, en particular a partir de 1979 es bien marcado, tal que el cociente entre importaciones de mercancías y el PBI alcanza durante 1980 el valor más alto de toda la década, llegando prácticamente al 10 %, pero debe recordarse que si bien este cociente creció un 60 % comparando 1980 con 1976, en este último año se registra el menor valor de la década; en los hechos recién en 1980 se supera el valor alcanzado en 1971.

Es evidente que las exportaciones también han estado condicionadas por la marcha del tipo de cambio real; a la rápida expansión observada en 1976/77, cuando se duplicaron los valores de los primeros años de la década, se sucede un período bienal de crecimiento del or-

den del 4 % anual, en tanto que a partir del primer semestre de 1980, por primera vez desde 1976, se comienza a observar una caída que alcanzaría en el año a cerca del 20 % en términos reales frente a 1979. Si bien el peso de la producción agrícola pampeana sigue siendo sustantivo en tal evolución, la revaluación del tipo de cambio y la paulatina disminución en el énfasis con que se aplicó la promoción de exportaciones comenzaron a repercutir con crudeza sobre las exportaciones industriales y agrícolas extrapampeanas, cuya caída ha producido situaciones críticas en la mayor parte de los centros regionales del interior del país.

El resultado inevitable de este cuadro de estancamiento ha sido que, en particular desde el otoño de 1980, comenzaron a arreciar las críticas hacia la conducción económica. Como cabe imaginar y más allá de la posición de economistas profesionales (ver por ejemplo Ferrer, 1979, y Canitrot, 1980), desde un primer momento el programa levantó una fuerte oposición por parte de representantes de los partidos políticos mayoritarios, el peronismo y el radicalismo, pero a ellos se fueron sumando paulatinamente y con diferentes enfoques las organizaciones de productores o cámaras empresarias, particularmente afectadas por aspectos parciales de la política. A partir de setiembre de 1980, con motivo de la celebración del Día de la Industria, se sumó a tal posición la Unión Industrial Argentina y poco después incluso la Sociedad Rural hizo también patente su disconformismo. En el caso de la Unión Industrial, cupo a su interventor (un importante industrial designado para tal cargo por el gobierno), luego de manifestar su convencimiento sobre la razonabilidad de los postulados filosóficos del programa económico,

exponer sus críticas a la forma de instrumentación del programa, remarcando la necesidad de una política cambiaria realista y de un mayor énfasis en la tarea de redimensionar el sector público y aumentar su productividad. El uso irrestricto de la revaluación como instrumento de estabilización de precios, que castiga indebidamente, a su juicio, a los sectores productores de bienes comercializables entre los que ahora se ubica la industria dada la reforma arancelaria, el sostenido impacto negativo del sector público sobre las actividades privadas por la vía del aumento de la presión tributaria y la competencia desleal del mismo sector público sobre el mercado financiero local, en tanto se encubre así su incapacidad de reducir el nivel de gasto, provocaron según sus palabras un deterioro de la base patrimonial del sector industrial. Evidencias, en términos de cierres de fábricas y quiebras o concordatos de empresas, no faltaban por cierto para avalar tal juicio.

A fines de 1980, por su parte, el doctor Martínez de Hoz hacía su propio balance de los efectos del programa económico (ver Clarín, 30/XII/80). Allí señalaba una vez más las reformas básicas que aspiraba a concretar durante su gestión: el sinceramiento de la economía, la apertura, la subsidiariedad del Estado y la eliminación de la inflación, y clasificaba a los resultados obtenidos en dos grandes grupos, aquellos donde había logrado un cumplimiento completo de sus objetivos y aquellos en que los resultados eran satisfactorios pero aun incompletos. Dentro de los primeros incluía a la recuperación de la confianza internacional demostrada por el acceso a los mercados financieros externos, la planificación a largo plazo de la inversión pública y el sinceramiento de la economía, entendiendo por tal la eliminación de controles estatales directos sobre la fijación de precios. Estos resultados habrían

dado lugar a una presencia activa del país en la economía internacional, con el pleno ejercicio de su poder de decisión, en contraste con la debilidad de su anterior situación. Entre aquellos campos de acción en los que se lograron avances satisfactorios pero que deben rendir mayores frutos en el futuro incluía en primer lugar a la apertura de la economía, entendiendo que más allá de sus efectos generales y a pesar de haberse alcanzado niveles récords de comercio, "la participación del sector externo en la economía está muy por debajo de las posibilidades de un país de mercado interno chico y gran calidad de recursos humanos". En el mismo plano y en segundo lugar ubicaba a la política de descentralización de la economía. El propósito de transferir responsabilidades a funcionarios que se encuentren en contacto directo con los usuarios, planteado como una de las formas operativas básicas de aplicar el principio de subsidiariedad, había encontrado serios problemas de implementación a pesar de haberse producido algunas transferencias de responsabilidad de relevancia, en particular de organismos nacionales y provinciales en el campo de la educación, la salud y ciertos servicios públicos. La tercer área mencionada es la de la reforma del régimen de entidades financieras y la consiguiente liberación de las tasas de interés; aquí al enumerar las dificultades que no habían permitido alcanzar totalmente los objetivos deseados, hacía referencia a las dificultades generadas por las altas tasas de interés, fenómeno al que consideraba transitorio y sobre el que no específica sus probables causas, y al comportamiento irresponsable de entidades financieras, entendiendo que el proceso de depuración que estaba en marcha permitirá percibir en forma creciente las ventajas de la nueva organización del sistema financiero. El cuarto acápite se refiere a la participación estatal en la economía,

donde señala que "la rigidez de la estructura administrativa, legal y contable del Estado y sus empresas, así como la rigidez de la estructura del gasto público han sido factores importantes de la inercia y de la renuencia al cambio que ha ido que ir venciendo, paso a paso y trinchera por trinchera". El quinto punto donde encontraba que los resultados no se habían ajustado por completo a sus expectativas se refiere a la reducción de la inflación, donde remarcaba como mayores dificultades a la situación de hiperinflación inicial, el contexto de economía cerrada y elevado grado de permisividad para el aumento de precios, que sólo pudo empezar a cambiar a partir de 1979 y el alto nivel de financiamiento requerido por el sector público. La conclusión general sobre su gestión es que considera haber efectuado la casi totalidad de los cambios profundos que había que introducir en la economía, "para afirmarla sobre bases sólidas y sanas que permitan un crecimiento sostenido, aunque moderado, que llevará al pleno aprovechamiento de sus recursos y asegure su progreso superando pasadas frustraciones". Quizás, puntualiza, lo más importante de todo sea que se advierte que se está produciendo ya el cambio de mentalidad que demuestra que se han sacado las debidas enseñanzas del pasado y se está dispuesto a responder al desafío asumiendo la acción práctica que permitirá superar las frustraciones pasadas y alcanzar el ritmo de progreso anhelado.

NOTAS

1/ Los datos del sector público han sido presentados en general en forma confusa, tal que es siempre difícil efectuar comparaciones estrictamente confiables. Las cifras comentadas están incluídas en la ley de presupuesto para 1977; valores algo distintos pueden verse en el cuadro 2, que incluye datos que entendemos son más confiables.

2/ Esto implica conceptualmente que los desplazamientos hacia mayores cantidades a lo largo de la curva de exportación neta con un ingreso real dado deben ser compensados por un corrimiento hacia abajo de tal función originados en la caída del ingreso real.

3/ En el cuarto trimestre de 1979, por primera vez desde que el nuevo equipo económico entró en funciones, el saldo de la cuenta comercial tuvo signo negativo.

4/ Conforme a datos del INDEC publicados en 1981, en 1980 el índice de obreros ocupados en la industria con base 1970 llegaba a 88,1, frente a un máximo de 119,2 en 1975 y 114,8 en 1974; las horas-obrero trabajadas registraban 93,3, 115,5 y 114 para esos mismos años, en tanto que el índice de volumen físico de producción era de 122,2, 118,4 y 122,7 respectivamente.

II. La apertura comercial y las reformas arancelarias

A principios de la década del setenta existía entre los economistas una generalizada coincidencia en que las políticas comerciales con el exterior seguidas en el país desde la posguerra lo habían conducido a una situación indeseable desde el punto de vista de su inserción en el comercio internacional, particularmente de manufacturas (ver Little et al.,1970, Mallon y Sourrouille, op. cit., los diversos planes nacionales de desarrollo preparados en esos años, etc.). Si bien quedaba demostrada la posibilidad de encontrar argumentos muy razonables para justificar tales políticas en la década de los cuarenta o durante la fase expansiva del ciclo internacional de inversión directa en torno de 1960,se hacía cada vez más manifiesta a fines de esa década la necesidad de resolver imperiosamente la restricción cíclica que sobre el crecimiento del producto imponía la estructura de la cuenta corriente del balance de pagos. Frente a tal disyuntiva y en términos muy genéricos, los caminos factibles, que implicaban sendas posiciones políticas claramente enfrentadas, eran dos: operar paulatinamente sobre la estructura industrial existente por la vía de los incentivos a la exportación, impulsando una transformación gradual en un marco de crecimiento, o concentrar la atención en la erradicación inmediata, lisa y llana, de la "ineficiencia", generando una nueva base productiva ligada a un tipo de cambio real ajustado sustantivamente, en particular en cuanto al nivel arancelario medio prevaleciente (ver Ferrer, 1977). A partir de mediados de los sesenta y con mayor énfasis desde 1970 se comenzó a seguir la primera línea; los incentivos a la exportación irían creando nuevos mercados, cuyo dinamismo se trasladaría a la reinversión y por la vía de sus efectos, tendientes a mejorar la cuenta corriente con el

exterior, permitirían expandir las importaciones y abrir paulatinamente la economía. En términos muy generales, el programa expansivo se apoyaba en el siguiente esquema: creciendo el producto industrial al 6 % anual, una tasa alcanzada entre 1964 y 1974, el stock de capital neto en el sector debería duplicarse, atendiendo a leyes normales de amortización, por lo menos cada 10 años; esto implicaría que prácticamente dos terceras partes de los equipos existentes al final del primer decenio de la nueva etapa de desarrollo industrial habrían sido incorporados atendiendo a las señales brindadas por la nueva estrategia.

Formaba parte de este esquema el mantenimiento de un tipo de cambio relativamente subvaluado, que no sólo generaba rentas diferenciales para los factores ocupados en el sector industrial sino que permitía también la expansión de la exportación de la producción agraria no tradicional y una buena rentabilidad media al sector tradicional.

Por diversas razones, entre las que la crisis del petróleo y las convulsiones financieras internacionales en el plano externo y las dificultades provocadas en el plano interno por la crisis en el peronismo y el descontrol en el manejo de la situación cambiaria ocupan un lugar central, tal forma particular de inserción, que indudablemente había dado algunos resultados positivos -como que las exportaciones "no tradicionales", incluyendo productos industriales y agrarios extra pampeanos, habían pasado a representar en 1973-75 cerca del 40 % del total frente a valores entre 15 % y 20 % en 1960-1965 y menores a 10 % antes de 1960-, entra en crisis durante 1975 y 1976.

1. Las declaraciones iniciales. Expansión de las exportaciones e ineficiencia industrial

Cuando el doctor Martínez de Hoz asume la conducción del Ministerio de Economía hace públicas las líneas centrales de su posición frente al problema en su Programa de Saneamiento, Recuperación y Expansión de la economía argentina. En él se encuentran una serie de afirmaciones, tanto en lo que respecta al diagnóstico de las relaciones económicas con el exterior como a su eventual corrección, de cuyo análisis podemos deducir que, de alguna manera, las dos posiciones esquemáticas a que hemos aludido estaban presentes. Se señala, por ejemplo, que "la tasa de crecimiento que el país pueda lograr está directamente relacionada con el volumen de su comercio exterior" y que "Argentina ha quedado rezagada en el comercio mundial, consecuencia del desaliento al sector agropecuario y de la tendencia de sobrevaluar la relación de cambio del peso que no sólo restringió las exportaciones agrarias sino que dio incentivos a importaciones artificialmente abaratadas", si bien también se dice que "en los últimos quince años se ha llevado a cabo una importante política de diversificación de la producción exportable y de nuestros mercados, habiendo llegado a representar los productos industriales alrededor de un tercio del total de exportaciones".

Las proposiciones de política, si bien mantienen siempre un conflicto latente entre el papel relativo del tipo de cambio en el desarrollo agrario en contraposición al industrial, muestran una clara señal en cuanto a que las ideas sobre cómo resolver la restricción externa atendían a esta altura más a consideraciones de demanda que a la transformación radical de la estructura productiva.

En efecto, como se expresa en el mencionado Programa: "se promoverá la exportación de productos manufacturados, mediante la política cambiaria y si fuera necesario apelando a otros estímulos promocionales garantizando calidad, cantidad y continuidad en las exportaciones"; "... se seguirá una política arancelaria que permita la gradual adecuación de la evolución de los costos y precios internos a las posibilidades de competencia en el mercado internacional, aprovechando las ventajas de la economía de escala, bajo el objetivo de afianzar la industria nacional y estimular su crecimiento en términos de cantidad, calidad, eficiencia y rentabilidad"; "... tendrá prioridad fundamental en la política económica la promoción de toda producción exportable, tanto en el orden de las exportaciones tradicionales, agropecuarias, que son las que proveen el mayor volumen y tienen capacidad de expansión inmediata en cantidades importantes como con respecto a la exportación de productos no tradicionales, manufacturados y semielaborados, cuyo crecimiento es indudablemente más lento". Pero también puede leerse que "... es necesario para producir esta transformación modificar progresivamente los precios relativos agropecuarios, pues su depresión ha sido la causa fundamental del estancamiento agrario argentino".

En cuanto a la política de mercados, los objetivos se establecían con toda claridad: "... los principios del comercio multilateral parecen, en general, más convenientes para los intereses del país que las prácticas bilaterales. Sin perjuicio de ello, debe buscarse una cierta consecuencia con los países con los cuales nuestras importaciones y exportaciones mantienen mayor correlación". En tanto que "...la política de apertura de nuevos mercados externos debe proseguirse sin limitaciones ideológicas, con la reserva de que el comercio no sea

utilizado como un instrumento para la infiltración de ideologías políticas contrarias a nuestro sistema político-institucional". (mensaje al país del Dr. Martínez de Hoz, 4 de abril de 1976).

Más allá de las manifestaciones que definen el diagnóstico y la orientación política del gobierno, había una cuestión sobre la que, como señalamos antes, existía acuerdo en cuanto a la necesidad de operar rápidamente: los aranceles vigentes eran altos y su dispersión era extremadamente amplia, en tanto que no se los utilizaba plenamente en el proceso de marcación de precios (ver, por ejemplo, Berlinski y Schidlowsky, 1977).

El sistema de aranceles vigente en 1976 había sido sancionado casi diez años antes, en 1967, durante la gestión ministerial del Dr. Krieger Vasena, como uno de los pilares fundamentales de su plan de estabilización y transformación económica. La reforma de 1967 redujo sustancialmente los niveles arancelarios previos, aprobados a fines de 1958, y puso un mayor orden en su estructura sobre la base de un sistema de clasificación que atendía al tipo de bienes (de consumo, intermedios y de capital) y a su grado de elaboración, contemplándose una escala de diez categorías y el hecho de que se produjesen o no en el país. En líneas generales los bienes no producidos estaban menos gravados que los producidos, los bienes de capital menos que los intermedios y ambos en menor medida que los bienes de consumo, en tanto que la escala ascendía en todos los casos desde los menores hacia los mayores grados de elaboración. En adición al arancel nominal, existían una larga serie de restricciones cuantitativas asociadas en general a disposiciones específicas de regímenes de promoción industrial sectorial, un complejo sistema de precios oficiales que actuaban en los

hechos como barrera antidumping y un variado conjunto de gravámenes extraarancelarios de la más diversa índole. En 1976, y debido a las dificultades de balance de pagos que venían agudizándose desde el año anterior, coexistían con este sistema una serie de restricciones cuyo origen era exclusivamente financiero: éstas iban desde la necesidad de efectuar declaraciones juradas anticipadas en las operaciones de importación como requisito previo a su autorización hasta la prohibición de concretar sus pagos a plazos menores a cierto lapso (en general 180 días), combinadas con una compleja tabla de tipos diferenciales de cambio según la clase de las operaciones.

Dejando de lado estas calificaciones y como una primera aproximación al tema, podemos observar en el cuadro 1 la distribución de las posiciones de la tarifa arancelaria hacia principios de 1976 en función de la magnitud del derecho asignado, cuyo promedio simple se ubicaba entonces en torno del 55 %.

Cuadro 1

Distribución de las posiciones del arancel de importaciones, abril de 1976

Derechos de importación (por ciento)	Número de posiciones	Por ciento de posiciones
0	85	1,1
1/25	3.192	40,2
26/50	352	4,4
51/75	622	7,8
76/100	2.970	37,4
Más de 100	725	9,1
Total	7.946	100,0

Fuente: Ministerio de Economía: Boletín Semanal Nº 270, 20/5/79.

Excluidas las dos clases iniciales -o sea todas las que debían pagar aranceles hasta el 25 %, en donde se incluía básicamente a productos primarios-, el promedio se ubicaba cerca del 90 %, proporción que concuerda razonablemente con estimaciones obtenidas con otros métodos, cual es por ejemplo el utilizado por Nogués (1978), quien, tomando como centro de atención el sector industrial y ponderando los aranceles correspondientes a una muestra significativa de los artículos producidos de acuerdo con su correspondiente valor de producción, calcula que para octubre de 1976 el promedio se ubicaba, también, en torno del 90 %, con pocas diferencias entre los promedios simples y ponderados pero con un muy alto coeficiente de variación. Los datos se presentan en el cuadro 2.

2. La reforma de fines de 1976. Eliminación de la redundancia

A fines de noviembre de 1976, en el mismo momento en que se unifican las cotizaciones correspondientes a operaciones comerciales y financieras en el mercado cambiario y se liberalizan sensiblemente las restricciones financieras sobre importaciones, se reducen notablemente los derechos de importación (decreto 3.008/76). Si bien los considerandos del texto legal por la que se aprueba esta medida son particularmente escuetos, queda claro que su objetivo básico apuntaba a la reducción de la protección no utilizada. Una disminución de la excepcional magnitud involucrada -como que baja el promedio, según los cálculos de Nogués, del 93,7 % al 52,7 %- sólo puede explicarse por muy altos márgenes de redundancia. Como este autor señala, tal caída seguramente representa un caso único en la historia tarifaria argentina, la que bajo condiciones de plena utilización habría implicado un brusco incremento

de importaciones, un cambio en su composición y un duro imacto sobre la producción local. En tanto nada de esto ocurrió en los meses siguientes y el tema no ocupó un lugar destacado en las rendiciones de cuentas efectuadas por el ministro (esta reducción de aranceles no aparece mencionada entre los objetivos importantes alcanzados en el año 1976, en el llamado a la tregua de precios en marzo de 1977 y en el discurso en el que efectuó el balance del primer año de gobierno), el diagnóstico apoyado básicamente sobre la redundancia, al que volveremos más adelante, parece estrictamente razonable.

Las características salientes de la modificación, que respeta tanto las categorías como los órdenes relativos que habían sido definidos en 1967, puede verse en el cuadro 3. El promedio de las posiciones arancelarias incluidas en el cuadro 2 que corresponden a productos industriales pasa, de acuerdo con esta modificación, del 94 % al 68 %.

Evidencias con respecto a que los retoques sólo afectaban al "agua" contenida en la tarifa surgen de dos fuentes alternativas. Por un lado, de los cálculos de diferenciales de precios (o tarifas implícitas) y, por el otro, de la relativa sobre o subvaluación del tipo real de cambio. De los primeros podemos rescatar que cálculos efectuados por Berlinski y Schidlowsky para 1969 mostraban que la tarifa legal nominal y el diferencial de precios alcanzaban valores de 93 % y 51 % respectivamente, en tanto que cálculos equivalentes, efectuados por Berlinski y Nogués para el año 1977, o sea luego de la modificación analizada, mostraban ahora que frente a una tarifa legal promedio para sectores industriales del 53 % el diferencial de precios llegaba

a sólo un 37 % utilizando valores ponderados, los que se reducían a 49 % y 35 % sobre la base de promedios simples (ver cuadro 4). La dispersión, como puede verse en el mismo cuadro, seguía siendo considerable, en tanto que los sectores que mostraban una tarifa inferior al diferencial de precios estaban, en general, sujetos a restricciones de índole no arancelaria de importancia, cual es el caso específico del papel y los productos siderúrgicos.

Las comparaciones de precios implican la utilización del tipo de cambio vigente en cada uno de esos momentos como un componente central de la evaluación. Por consiguiente, y en la medida en que las amplias variaciones en su valor real han sido una constante en la experiencia argentina reciente, es necesario introducir su análisis para evaluar con propiedad tales diferenciales. Desde este ángulo, todas las estimaciones disponibles (ver apéndice c) permiten observar que los valores alcanzados tanto durante como hacia fines de 1976 eran extremadamente altos cualquiera sea la base de comparación utilizada. Si a ello se agrega el congelamiento de salarios -cuya consecuente caída en términos reales para las empresas industriales no era inferior al 30 % con respecto a valores prevalecientes durante la década anterior- y se recuerda que aún subsistían normas restrictivas para las importaciones que implicaban la autorización previa y el establecimiento de plazos mínimos de financiación, no es difícil explicarse la escasa reacción que produjera un ajuste de tal significación en términos formales.

Por último, la magnitud de la redundancia tarifaria observada luego del ajuste estaría mostrando que el nivel de arancel necesario para el funcionamiento de la industria habría disminuido conside-

rablemente durante la segunda parte de los años sesenta y principios de los setenta. En efecto, conforme a una investigación que hemos efectuado recientemente (véase Sourrouille y Lucángeli, 1980), el análisis de la comparación de los resultados de los censos industriales de 1974 y 1964 muestra que en ese período -en el que la producción y la productividad global crecieron respectivamente en torno del 8 % y 6 % anual- se observa un generalizado aumento en el tamaño medio de los establecimientos industriales, apoyado en la expansión de la producción de los establecimientos de más de cien personas ocupadas. Este grupo generaba en 1974 alrededor de dos terceras partes de la producción global y daba empleo al 50 % de la ocupación total. Tal desplazamiento en los tamaños medios, con un sostenido avance en la productividad, fue acompañado positivamente por los salarios reales medios y, por primera vez en la posguerra, por una caída significativa en la evolución de los precios relativos, particularmente en los sectores metalmecánicos y químicos. Los resultados de esa investigación evidencian que una parte no desdeñable de los incrementos de productividad obtenidos fueron trasladados a los usuarios de tales productos -que son insumos difundidos en la industria-. A su vez es conveniente recordar que los índices de precios mayoristas oficiales, utilizados corrientemente en las estimaciones de paridad, están calculados con base en 1953 y no incluyen precisamente los productos elaborados por estas nuevas actividades, por lo que su evolución no estaría reflejando con propiedad la marcha real de los precios industriales, introduciendo por este camino un sesgo hacia arriba en tales estimaciones.

En apoyo de esta hipótesis cabe citar que la reciente revisión de las cuentas nacionales indica que la industria manufacturera ha disminuido su participación porcentual en el producto interno a precios corrientes en forma considerable, a pesar de ser el sector de mayor crecimiento en el volumen físico de producción. En 1960 la industria alcanzaba al 31,1 % del PBI a costo de factores, cayendo en 1970 al 26,9, ambos expresados a precios corrientes; a su vez, la tasa anual de crecimiento del volumen físico de la producción industrial fue, en ese período, del 5,6 % frente a un total de la economía del 4,3. Evidencias adicionales sobre este tema se presentan en el apéndice c y en el cuadro 10, que resume la información disponible sobre aranceles y comparaciones de precios para los últimos veinte años.

Los comentarios sobre la eventual compatitividad externa y el proceso de fijación de precios deben, además, tener en cuenta dos antecedentes laterales de importancia. Primero, que una parte significativa de las importaciones entró siempre libre de derechos, puesto que, como puede verse en el cuadro 5, esta proporción normalmente alcanzó a la mitad de su valor total. Segundo, que tales exenciones de derechos justificadas por diversos regímenes de promoción industrial alcanzaron probablemente a las posiciones de mayores tarifas nominales, ya que los derechos pagados expresados como porcentaje del valor de las importaciones gravadas se ubican entre 20 % y 30 % para los años posteriores a 1967 y entre 40 y 50 % para los anteriores, o sea claramente por debajo de los promedios de tarifa nominal que hemos comentado antes. Estos datos, por otra parte, dan una idea de la magnitud de la discriminación potencial interfirma inducida por un sistema en el que las exenciones de derechos se concedían por producto, pero

dentro de una autorización otorgada a cada empresa en particular conforme a las características propias del régimen de promoción bajo el que se hubiera efectuado su presentación.

Las evidencias presentadas, cabe comentar por último, no se modifican sustancialmente al investigar los efectos diferenciales que introduce el análisis de la protección a los insumos, utilizando el concepto de protección efectiva al valor agregado. En el cuadro 6 presentamos resultados de esta metodología conforme al tipo de bien producido, incluyendo una vez más sólo los productos industriales según fueran publicados por Nogués. Los cálculos de protección efectiva basados en la tarifa legal muestran una brusca caída entre octubre de 1976 y diciembre de 1977, si bien continúan siendo, con la excepción de los productos intermedios, ampliamente superiores a los cálculos basados en diferenciales de precios recopilados en febrero de 1977. A nivel más detallado puede también observarse que las modificaciones efectuadas por el decreto 3.008/76 y los sucesivos ajustes introducidos hasta diciembre de 1977 contribuyeron efectivamente desde este ángulo a disminuir la protección redundante. Como dato ilustrativo puede mencionarse que el coeficiente de correlación por rangos entre la protección explícita conferida por la tarifa legal y el diferencial de precios pasa de un valor prácticamente nulo en 1976 a uno altamente significativo en 1977 (Nogués, op. cit.).

El segundo acontecimiento importante en el desarrollo de la política de apertura comercial del gobierno se produce a fines de 1978, con la puesta en marcha de la reforma arancelaria general de aplicación gradual hasta 1984, tendiente a llevar la protección nominal a un nivel promedio del 15 %, con una dispersión mínima frente a los datos

históricos. Antes de su discusión entendemos es conveniento, sin embargo, pasar revista rápidamente a los acontecimientos ocurridos durante 1977 y 1978, período en el que se fueron poniendo en práctica sucesivas modificaciones parciales de la tarifa a la vez que se comenzaban a producir fuertes enfrentamientos tanto entre los productores locales y el gobierno como dentro del propio elenco gubernamental en torno del papel de los aranceles y su relación con los temas centrales de la estrategia: el abatimiento de la inflación y la promoción del desarrollo económico.

Las modificaciones, que sumadas a las aprobadas por el decreto 3.008/76 implicaron una variación en el promedio simple de todas las posiciones nominales desde el 55 % a mediados de 1976 al 29 % en diciembre de 1978 y del 90 % al 49 % excluyendo las posiciones inferiores al 25 %, se centraron básicamente sobre dos líneas. Por un lado, hubo un continuo cambio en las normas de importación de bienes de capital, cuyos derechos fueron paulatinamente reducidos, a la vez que se ajustaban las cláusulas para su pago conforme a las convenciones internacionales vigentes; estas rebajas fueron justificadas invocando la política de promover la capitalización bajo pautas de eficiencia. Por otro lado, se ajustó el arancel y se autorizó la importación, hasta entonces prohibida o restringida, de un considerable número de productos que caían bajo la calificación de "suntuarios", tales como bebidas alcohólicas, productos alimenticios, cigarrillos, aparatos electrónicos, juguetes, productos de papelería, etcétera. Dentro de la variedad de casos restantes puede observarse una clara orientación para facilitar la importación de bienes utilizados por productores agrarios, como plaguicidas no fabricados en el país, tractores -cuya importación estaba

hasta entonces prohibida por el régimen de promoción sectorial respectivo- y maquinaria agrícola. Se produjo también una transformación fundamental en el criterio con que eran tratadas las posiciones no especificadas en cada grupo de la NADI; de acuerdo con el esquema anterior, tales posiciones tenían asignado un arancel superior a la media de su partida y correspondía argumentar a los potenciales importadores, demostrando que no se desplazaba a productores locales, para lograr la identificación específica del artículo y la consiguiente rebaja de derechos. El esquema fue modificado pasando tales posiciones a los escalones más bajos, e invirtiendo el cargo de la prueba, de manera que correspondía ahora a los productores reclamar por su perjuicio para lograr la identificación y el eventual aumento de la protección.

En el plano de la discusión política, y en particular en lo que concierne a su desarrollo en el seno del equipo gubernamental, puede recordarse que en el período que media entre fines de 1976 y 1978 el peso del arancel de importaciones y del tipo de cambio real como instrumentos de promoción del desarrollo en general y de las exportaciones en particular fue cediendo paulatinamente frente a su uso como instrumento de la lucha antiinflacionaria. A su vez, la idea de la transformación gradual de la estructura productiva basada en el fortalecimiento de la expansión exodirigida de la producción iba cediendo paso a la idea de la inmediata adopción de los precios internacionales como indicadores de la eficiencia relativa demostrada a través de la capacidad de sobrevivencia de los productores de bienes comercializables a nivel internacional y en particular de la industria. El secretario de Desarrollo Industrial, Dr. Podestá, argumentaba durante este período en favor de la primera idea: el paso de la infancia a la adultez como proce

so gradual y natural del desarrollo industrial y la invocación a la exportación como esencia de su crecimiento son argumentos recurrentes en sus discursos, contando con el apoyo de su colega de Comercio Exterior, Dr. Fraguío. La corriente que ponía mayor énfasis en la eliminación rápida de la sobreprotección, el paso a una economía donde los precios internacionales fuesen efectivamente un dato para los productores como alguna vez se expresara, aparecía representada por el secretario de Comercio Interior, Dr. Estrada. A fin de 1977, luego de haber sido recortados sustantivamente los beneficios financieros a las exportaciones promocionadas, renuncia Fraguío y su cartera es unificada con la de Comercio Interior, bajo la conducción de Estrada. A principios de 1979, luego de anunciada la nueva estrategia gubernamental de apertura externa, basada como hemos dicho en las orientaciones del enfoque monetario del balanco de pagos, en la que el nuevo programa arancelario era un factor central a través del supuesto de país pequeño, renuncia también el Dr. Podestá. A esta fecha habían sido eliminadas prácticamente todas las restricciones de índole financiera sobre las importaciones y habían sido aprobados también dos mecanismos complementarios tendientes a resolver problemas circunstanciales del funcionamiento de un régimen más abierto: los de admisión temporaria de mercaderías y de prevención de procedimientos antidumping. El triunfo de los defensores de la tesis de la transformación rápida apoyada en los criterios de eficiencia y ventajas relativas tal cual son apreciados por los empresarios privados parecía a esta altura definitivo.

3. La reforma de fines de 1978. El programa arancelario 1979/1984

El 28 de diciembre de 1978, mediante la Resolución 1.534 del Ministerio de Economía, se modificaron los aranceles de todas las po-

siciones de la nomenclatura y se estableció un programa de reducción trimestral sistemática hasta enero de 1984. Son elementos centrales del nuevo régimen cuya vigencia se inicia en enero de 1979 una baja generalizada en los niveles de la tarifa nominal y una considerable reducción en su dispersión, las que surgen tanto de una disminución de las categorías de referencia como de una menor distancia entre sus extremos.

La clasificación ahora utilizada distingue siete grupos de bienes y tres grados o escalas diferentes de elaboración, a la vez que uniforma los aranceles correspondientes a los bienes no producidos en una clase única gravada con el 10 % frente a un esquema que los hacía variar entre 25 y 95 %, 5 % y 30 % y 25 % y 35 %, según fueran respectivamente bienes de consumo, intermedios o de capital.

El ajuste inicial, medido según la aproximación que da el promedio simple de las 8.300 posiciones que contiene la NADI, indica que éste pasó del 29 % en diciembre de 1978 al 26 % en enero de 1979; este porcentaje se reduciría luego en forma creciente por períodos trimestrales hasta alcanzar el 15 % en enero de 1984. Es interesante señalar que, excluidos los bienes no producidos y las materias primas y productos básicos de origen agropecuario, el nivel promedio inicial es del 51 %, que debe compararse con un 55 % anterior. Alternativamente, excluyendo las posiciones con derechos iguales o inferiores al 25 %, el nuevo promedio alcanza al 44 %, frente al 49 % inmediatamente anterior. Como lo evidencian las comparaciones, el tema de significación no era ahora la redundancia medida en el corto plazo sino la perspectiva de una competitividad creciente en función del tiempo.

Conforme al texto de la Resolución, se pretendía una corrección de la gran dispersión existente, siguiendo un criterio "gradual, pragmático y programado", con el fin de otorgar a aquellas actividades que se han desarrollado bajo normas diferentes el tiempo necesario para adaptarse o transformarse de acuerdo con las nuevas reglas. En virtud de estos conceptos, se decía, la reforma arancelaria tiene en cuenta los siguientes aspectos:

1. Aceptación de la estructura básica vigente de derechos de importación, que tiende a apoyarse en el tipo de bien (materias primas, bienes de capital y bienes de consumo) y en su grado de elaboración.

2. Fijación de niveles máximos para cada grupo de productos.

3. Definición de un programa de reducciones para cada grupo de bienes a lo largo de un período que se inicia en 1979 y culmina en 1984.

4. Fijación de la dispersión de derechos de importación a lograr al cabo del período mencionado en no más de treinta puntos por encima del máximo de aquellos bienes clasificados como no producidos en el país, a los que les corresponde en forma genérica el 10 %. Al fin del período de la reforma el rango en el que se ubican los aranceles variará entre un máximo del 40 % y un mínimo del 10 % como caso más general.

5. Adopción de un ritmo temporal creciente en la magnitud de las reducciones, tratando así, al avanzar más lentamente en los primeros tramos, de otorgar el margen de tiempo adecuado para la reestructuración del proceso productivo (BS 270, 29/1/79).

Las recomendaciones fueron aprobadas por una resolución del ministro de Economía y surgieron de una comisión de estudios en la que el sector privado estuvo ausente, en tanto que su participación prevista en una eventual revisión del régimen se reducía a la posibilidad de poder plantear sus reclamos durante los tres primeros meses de su vigencia. Es evidente, por otra parte, que el enfoque general de la reforma se apoya en las conclusiones de los trabajos de investigación antes mencionados, particularmente el llamado informe Berlinski, publicado en 1977. El marco básico de referencia de la nueva estructura puede verse en el cuadro 7.

El mantenimiento del escalonamiento en función del grado de elaboración y el tipo de bienes, el arancel del 10 % para los bienes no producidos y la forma temporal de los ajustes (que sólo indicaban derechos máximos y que no implicaba un salto inicial considerable) son muestras de la búsqueda de un compromiso entre los sostenedores del arancel uniforme y cercano a cero propiciado por los defensores de la eficiencia a ultranza y la corriente cada vez menos representativa en el equipo ministerial que sostenía las ventajas de la transformación gradual. De cualquier manera, como veremos seguidamente, las modificaciones formales continuaron a la orden del día, inscriptas dentro de una estrategia general en la que por otro lado la revaluación del tipo real de cambio pasaba a ocupar, al menos coyunturalmente, un lugar central.

Por ejemplo sólo algunos días después se dicta la ya mencionada Resolución 6/79 (4/1/79). Esta faculta a la Secretaría de Comercio y Negociaciones Económicas Internacionales a la aplicación anti-

cipada de algunas de las etapas de la reforma arancelaria en el caso que los aumentos de precios respondiesen a factores ajenos a las variaciones en los costos de los insumos y fueran superiores a los ajustes cambiarios y tarifarios anunciados por el gobierno. En cumplimiento de esta resolución, durante el mes de marzo se decide la reducción de aranceles de una variada lista de productos -especialmente bienes de consumo- como respuesta a los inesperados aumentos de precios ocurridos durante enero y febrero (7,2 y 5,3 %, respectivamente). Aunque dichas rebajas eran coyunturales y se aplicaban por un plazo de 180 días, podrían prorrogarse sucesivamente. Se abre así rápidamente una nueva etapa en la que la relación entre los precios internos y precios externos quedaba sujeta a tres instrumentos centrales de regulación: uno supuestamente estable, el programa general de reducciones, y dos que introducen particular incertidumbre, los eventuales adelantos del programa y el uso de la revaluación real del peso como factor fundamental de lucha contra la inflación.

El 25 de abril de 1979, mediante la resolución ME 493/79, se decide adelantar -ahora en forma definitiva- el programa arancelario correspondiente a los bienes de capital. Esta medida, fundamentada entre otros motivos en el propósito de facilitar la modernización del sistema productivo dotándolo de una mayor competitividad, y en la búsqueda de un aumento sustancial de las exportaciones manufactureras, afectó a alrededor de 1.200 posiciones de los capítulos 84 y 85. Los nuevos derechos se fijaron entre el 18 % y el 23 %, con algunas contadas excepciones ubicadas en el 27 %, de manera que correspondían a los niveles que conforme al programa original debían alcanzarse recién en enero de 1984; para los bienes incluidos en la escala 1, o sea los

más simples, los nuevos aranceles eran aún inferiores a los programados para aquella fecha (ver cuadro 7).

Durante el año 1979 no se produjeron otras modificaciones significativas en los derechos de importación, excepción hecha del régimen de tratamiento preferncial instituido para la industria automotriz, que se verá enseguida. Es notorio sin embargo que se encaró un programa de modificación o desarrollo de los diferentes capítulos de la NADI tendiente a permitir una mejor identificación de los bienes importados. Entre ellos cabe destacar, por su importancia política, las modificaciones para el sector siderúrgico, considerado por lo menos desde la revolución de 1943 un área estratégica para la seguridad nacional. El decreto 1.492 (22/VI/79) modificó las posiciones de la NADI del capítulo 73 (arrabio, hierro y acero) y por la resolución ME 725, del 26/VI/79, se aprobó el programa arancelario correspondiente, incorporándose tales posiciones a los grupos tres y seis correspondientes a bienes intermedios y bienes no producidos en el país. En este último caso se mantuvieron sin embargo para la mayoría de las posiciones los requisitos de la licencia arancelaria previa expedida por la Dirección General de Fabricaciones Militares. El arancel promedio de productos siderúrgicos que a fines de 1978 era de alrededor del 50 %, pasó a cerca del 40 % a fines de 1979.

En enero de 1979 se sanciona el régimen de la industria automotriz (decretos Nº 201, 202 y 203, resoluciones ME 71 y 72). Tres aspectos merecen destacarse del nuevo régimen arancelario:

1. Se autoriza la importación de autopiezas en un porcentaje creciente sobre el valor del vehículo hasta el 1º de enero de 1982, revirtien-

do así la política vigente desde 1959; para los automóviles y pick-ups se pasa gradualmente del 4 % permitido durante 1979 al 12 % en 1982.

2. Los derechos de importación de vehículos terminados, cuya entrada desde aquella misma fecha y hasta entonces estaba prohibida, se fijaron fuera del programa arancelario general, dictándose un cronograma particular hasta diciembre de 1982. Los derechos no podrían ser inferiores a los siguientes valores:

	Automóviles	Otros vehículos
1979	95 %	65 %
1980	85 %	55 %
1981	75 %	55 %
1982	45 %	45 %

3. Se fijó un aforo por cilindrada, como precio oficial mínimo de importación, al que debe adicionarse además un 15 % en concepto de flete mínimo de importación.

En 1980 las modificaciones arancelarias y los desarrollos de diversos capítulos de la NADI quedaron prácticamente terminados. En marzo, mediante las resoluciones ME 165 y 251, se dispuso, a los fines de identificar más específicamente las importaciones textiles, realizar una apertura de los capítulos pertinentes de la Nomenclatura Arancelaria, ampliándose de 510 a 904 el número total de posiciones textiles. Esta desagregación no introdujo modificaciones en los derechos, respetándose el cronograma del Programa Arancelario, salvo en el caso de los tejidos de fibras sintéticas y artificiales, a los que se les fijó un derecho del 30 % hasta julio de 1980, para luego continuar de acuerdo con el

cronograma mencionado. El arancel promedio medido sobre las posiciones de la NADI para confecciones pasó de 61 % a 48 % entre fines de 1979 y 1980, para hilados y tejidos de algodón y lana y productos de origen sintético o artificial se mantuvo en torno del 40 % en esas mismas fechas.

Una evaluación de las características de la reforma y sus modificaciones aprobadas hasta octubre de 1979 en términos de sectores industriales ha sido preparada por J. Medina (ver Medina, 1980). En el cuadro 8 pueden verse aspectos centrales de su trabajo, en el que compara la protección nominal vigente en octubre de 1978, o sea poco antes de la puesta en marcha del nuevo programa, la situación en octubre de 1979, al cumplirse tres trimestres de su aplicación, y la evolución prevista para 1984 en el sector manufacturero. Más allá de algunas diferencias entre sus estimaciones sectoriales para 1978 con las de Nogués que hemos comentado antes, justificables por el diferente método elegido, los innumerables supuestos que es necesario hacer en la imputación de posiciones a sectores y la elección de muestras, el trabajo permite también apreciar que en varias áreas se había producido ya un considerable adelanto sobre el calendario propuesto, tal que el valor promedio en octubre de 1979 era ya inferior al que teóricamente correspondería alcanzar en enero de 1981. En alimentos, bebidas y tabaco, papel e imprenta, metales, maquinaria y maquinaria y aparatos eléctricos la magnitud de las reducciones -medidas conforme a la variación de la tarifa nominal vigente ponderada por la estructura de producción- había superado ya a la mitad de lo que se había previsto alcanzar durante todo el quinquenio en que se aplicaría el programa. Es posible apreciar además que el diferencial sectorial para 1984 (sujeto a que

no ocurran cambios importantes en la estructura de producción con respecto a 1974, cuyos datos definen las ponderaciones) mantendrían por encima del promedio a los sectores de maquinaria, excluida la eléctrica, maquinaria y aparatos eléctricos y material de transporte -el que conforme al régimen especial para los automóviles ya comentado se distingue claramente del resto con una protección nominal más del doble del promedio-, caucho, papel, confecciones y calzado, prácticamente los mismos que también superaban el promedio en 1979. En realidad el orden relativo de los distintos sectores es muy parecido antes y después de la reforma. Es evidente también la caída en el promedio general y remarcable la disminución en el coeficiente de variación una vez que es excluido el sector de material de transporte.

La evaluación de la reforma puede hacerse también desde otro ángulo. En tanto se había puesto en marcha un programa de reducción arancelaria y no había restricciones cuantitativas a la importación, cabría esperar alguna asociación positiva entre la magnitud de las reducciones y su volumen y también de ellas con los precios internos de los sectores supuestamente competitivos con el exterior. En tanto las importaciones crecieron sustantivamente en 1978, podría suponerse que su elasticidad precio pasaba a ser un componente significativo en la explicación de su comportamiento a corto plazo, una hipótesis que había sido continuamente desechada en las investigaciones econométricas efectuadas en años anteriores (ver por ejemplo Mallon y Sourrouille, op. cit., pág. 160, Díaz Alejandro, 1970, pág. 354-59 y Machinea y Rotenberg, 1977). Los datos no son sin embargo concluyentes, pues si bien es cierto que las importaciones de 1978 se sitúan por encima de su valor esperado conforme a funciones muy sencillas calculadas para

1960/1979, una parte significativa del aumento puede ser abribuida a la muy alta elasticidad a corto plazo respecto al volumen físico de la producción industrial [1/]. Los precios relativos de las importaciones no parecen haber sido entonces una variable decisiva para comprender el comportamiento de su demanda. Otra cuestión es su influencia sobre la marcha de los precios internos de productos que sean potencial o realmente competitivos. Al respecto cabe recordar primero que durante 1979 el tipo de cambio nominal aumentó en 62 % comparado con una suba de precios internos de 129 % medida conforme a los índices de precios mayoristas, de donde es evidente que mas allá de cualquier impacto de la inflación externa la revaluación del peso tuvo una influencia mayor que la reducción arancelaria en el aumento a corto plazo de la competitividad de las importaciones. Los datos dicen, sin embargo, que tampoco en este caso los resultados fueron alentadores. Como puede verse en el cuadro I. 3, durante todos los trimestres de 1978 y 1979 los precios mayoristas de productos industriales de origen local (nacionales no agropecuarios) crecen por encima de los importados, si bien la diferencia relativa tendía a disminuir. Por su parte Berlinski, haciendo un estudio más detallado a nivel sectorial, intentó probar la hipótesis de que los cambios en los precios relativos de sectores industriales frente al agropecuario están asociados con la modificación en la protección efectiva derivada del ajuste de las tarifas nominales también durante 1979. Su conclusión, en esta misma línea, es que los incrementos de precios observados durante 1979 no muestran que los precios relativos se movieron en la dirección esperada.

4. El turno de los gravámenes extraarancelarios

En julio de 1980, al anunciar el ministro de Economía nuevos reajustes en la política económica -los que, como hemos visto en el capítulo I, apuntaban a una revaluación del tipo real de cambio de equilibrio- tuvo oportunidad de hacer su propia evaluación de la marcha de la apertura comercial y de introducir modificaciones en aspectos específicos de la estrategia. Apoyado en que las exportaciones crecieron el 25 % anual entre 1976 y 1979, contra una caída del 4 % en los cinco primeros años de la década, afirmaba que "el sector externo había dejado de ser un factor limitante para el crecimiento económico, motivo principal de las crisis recurrentes de balance de pagos a que hemos estado acostumbrados". Minimizaba por otra parte las importaciones de bienes de consumo que inundaban los comercios del centro de la ciudad, haciendo notar que sólo alcanzaban al 10 % del total. Como es evidente de la lectura de los cuadros I. 1 y I. 4 tales comentarios dependían crucialmente de los criterios de valuación y períodos de referencia utilizados.

Al referirse concretamente a las nuevas medidas adoptadas anunció una nueva revisión del programa arancelario. Llegaba ahora el turno a los gravámenes extraarancelarios, los que quedarían incorporados ahora formalmente al arancel de importaciones, a través de una modificación de los derechos existentes y la derogación de las leyes o decretos que les daban origen. Los nuevos derechos no deberían exceder, cualquiera sea su valor anterior y la magnitud de los gravámenes extraarancelarios vigentes, al 55 %, lo que implicaba -según puede verse en el cuadro 7- una nueva reducción absoluta para el grupo de bienes de

consumo. El ajuste incluía varias modificaciones adicionales, a saber: primero, la reducción a cero de los aranceles de importación a insumos no producidos en el país cuyo máximo previsto era del 10 %; segundo, con el ánimo de disminuir una vez más la dispersión, fijar el nivel máximo (incluyendo la absorción de gravámenes no arancelarios) para todos los artículos importados que se producen en el país en 20 % para 1984 lo que implicaba una significativa reducción en los bienes intermedios y materias primas y productos básicos de origen no agropecuario (ver cuadro 7); tercero, el tratamiento uniforme de bienes importados y nacionales en los impuestos internos; cuarto, un pequeño ajuste en el tratamiento del sector automotriz, incluyendo reducciones para vehículos utilitarios de uso rural y aumentos en los aforos de vehículos para particulares de escasa cilindrada, y quinto, una reducción sustancial en las normas de imprtación de bienes como equipajes de viajeros. Anunciaba por último una aceleración en la tramitación de denuncias de dumping y la inminente sanción de una ley de defensa de la competencia para evitar situaciones de monopolio o de competencia desleal. (BS 347, 21/VIII/80).

En tanto el ministro solo anunció medidas a proponer al Poder Ejecutivo para su aprobación, cabe recordar que el trámite legal de estas modificaciones enfrentó algunas dificultades. Mientras se demoraba la eliminación de algunos impuestos, por la resolución ME 1.670 del 24/10/80 se modificaron los derechos de todas las posiciones de la nomenclatura, de manera tal que éstos más los gravámenes extraarancelarios aún vigentes no excedieran el valor máximo del 55 %. En el cuadro 9 puede observarse la distribución de aranceles vigentes conforme a la resolución 1.670. Dicho cuadro permite apreciar no solo la

corrección producida en los valores extremos sino el avance considerable dentro de cada grupo en el proceso de reducción de los valores máximos previstos en el programa arancelario original aprobado a fines de 1978.

Seis meses después de los anuncios, a principios de 1981, el equipo económico logró que se aprobara la eliminación de diversos impuestos, tasas, gravámenes y contribuciones aplicadas a las operaciones de importación, concluyendo así el proceso de "sinceramiento arancelario". Mediante la ley 22.374 y el decreto Nº 82, del 16 de enero de 1981, se eliminan un conjunto de gravámemes, cuya incidencia promedio sobre el costo C.I.F. de las importaciones era del 7 %, si bien en algunos casos particulares llegaba al 18 %.

El detalle de los recargos sobre las importaciones eliminados por la ley Nº 22.374 puede verse a continuación:

Gravámenes	Importación	Observaciones
- Tasa por servicio de estadística	3	
- Arancel consular	3	
- Gravamen sobre fletes de transporte internacional de exportación e importación	12	
- Gravamen adicional a la importación de productos forestales	4-5-10 3-8	Extrazona ALADI
- Gravamen a las importaciones de minerales con destino al Fondo de Fomento Minero	2 6	ALADI Demás países
- Contribución siderúrgica	1 al 10	
- Adicional con destino al Plan de Caminos de Fomento Agrícola	-	
- Contribución especial sobre la importación de aeronaves	8-10-15 3	Aeronaves según tipo Demás elementos

Fuente: Boletín Semanal, Ministerio de Economía, 2/2/81.

La nueva versión del programa arancelario fue consolidada en la resolución ME Nº 83/81, que rige a partir del primer trimestre de 1981 e incluye en los derechos de importación los recargos eliminados. El nuevo programa establecía una reducción trimestral de los derechos, extendiendo ahora el horizonte hasta el primer trimestre de 1985, momento en el cual los derechos máximos no superarían el 20 % -que era a su vez el valor más frecuente- mientras que el valor mínimo -arancel nulo- correspondía a una gran parte de los bienes no producidos y a los bienes de capital. Salvo algunos aparatos de relojería, que tenían un arancel del 62 %, el nuevo cronograma partía de un arancel máximo del 54 %. Es pertinente recordar sin embargo que dos sectores quedaban aún fuera del régimen general: papel para diarios y automotores. En el primer caso, si bien se partía de un derecho del 53 %, se postergaba la meta del 20 % por un año con respecto al régimen general. En el caso de los automóviles, el arancel era a esa altura del 75 % en tanto que su programa específico terminaba a fin de 1982 al nivel del 45 %.

El hecho de que se hubiesen cumplido todos estos pasos formales de la política de apertura externa no implicaban por cierto, que los resultados alcanzados fuesen los esperados. En 1980 los aspectos salientes del intercambio comercial medido a precios constantes estuvieron dados por la caída de las exportaciones y el aumento de las importaciones en el marco de un proceso de estancamiento global y amplia recesión industrial. Las quejas de los directivos de la intervenida Unión Industrial Argentina con motivo de la celebración del día de la Industria en setiembre -hecho al que aludimos en el primer capítulo- marcaban con toda crudeza el distanciamiento entre el ministe-

rio y los empresarios. El persistente crecimiento de las exportaciones no tradicionales de origen industrial que se habían duplicado entre 1970 y 1965 y nuevamente entre 1974 y 1970 y que luego de su fuerte caída en 1975 alcanzaron su máximo en 1978 (259,9 con base 1970 = 100) parecía haberse agotado sin que hubiese demasiadas evidencias de que los industriales considerasen a los nuevos precios relativos como a un horizonte estable para sus decisiones a largo plazo. El gobierno, a pesar del dominio que en su constitución interna habían logrado los sostenedores de la política de rápida erradicación de la ineficiencia, mas que poner en marcha nuevos proyectos asociados con un mercado más abierto, había revelado una sorprendente capacidad de adecuación de la estructura económica existente. Esto es evidente si se tiene en cuenta que a la caída en el arancel promedio para la industria, que alcanzó a no menos de 60 puntos porcentuales entre 1976 y 1980, debe sumarse el impacto de la continua revaluación en el tipo de cambio real, que pasa de 1,77 en 1976 a 0,88 en 1980 (el promedio 1960/80 fue 1,45). Esta capacidad de absorción resalta aún más cuando se toma nota de que a pesar de su innegable efecto global -las importaciones a precios constantes crecieron en 20 % en 1980 con un producto total estancado- no se podía encontrar todavía en forma sencilla una relación estrecha entre los niveles de precios internos e internacionales. Más allá de los comentarios efectuados al final de la sección 3 de este capítulo cabe citar que Cavallo y Parino, comparando precios internos y externos en 1966, 1972 y 1980 concluyen "... la reforma arancelaria implementada desde 1977 ha conducido a precios relativos internos que difieren de los respectivos internacionales en mayor medida que lo que diferían entre 1966 y 1972" (Cavallo y Parino, 1980).

La explicación central de este escaso éxito debe asociarse posiblemente a la distinta perspectiva en que los responsables de la política y los empresarios encuadraron su acción y a la manifiesta inestabilidad que el ministerio introdujo en el proceso de ajuste. Si bien la apertura de la economía, entendiendo por ello a una participación más activa del país en el comercio internacional de manufacturas continua siendo un objetivo insoslayable -y desde esta perspectiva la rebaja de aranceles efectuada es en términos generales indiscutible- su éxito está evidentemente asociado a la creación de horizontes de planeamiento que sean percibidos como razonablemente estables por aquellos sobre los que descansa la responsabilidad de alcanzarlos. La manipulación del tipo de cambio real como instrumento central de la política antiinflacionaria ha mostrado una vez más ser contradictorio con una expansión sostenida del comercio internacional, agravada en esta oportunidad por las variaciones en la tasa de interés real interna y sus diferencias con la externa derivadas de la estrategia de apertura financiera seguida.[2/] A diferencia de las crisis clásicas de los ciclos anteriores en las que el patrón dominante era el pleno empleo de recursos internos con un déficit de la cuenta corriente del balance de pagos, este intento culminó con una recesión generalizada acompañada de una crisis en la cuenta corriente y una deuda externa sin precedentes.

1/ Las ecuaciones a que se hace referencia son las siguientes:

$$M = \underset{(5,9)}{42,27} \times (PI)^{\underset{(5,5)}{.511}} \times (PMM/PMNNA)^{\underset{(1,6)}{-.185}} \qquad R^2 = .65$$

$$M\,int. = \underset{(8,82)}{5,53} \times (PI)^{.552} \times (PI/PI^{*})^{\underset{(4,76)}{1,148}} \qquad R^2 = .88$$

donde:

M son importaciones de bienes y servicios a precios de 1960, ver cuadro I.1

M int. importaciones de bienes intermedios a precios de 1960

PI producto industrial a precios de 1960

PI^{*} valor de tendencia del producto industrial

PMM precios mayoristas, bienes importados, cuadro I.3

PMNNA idem, bienes nacionales no agropecuarios.

Todos los cálculos corresponden al período 1958/1979, en base anual y los números entre paréntesis corresponden al estadístico t.

2/ Las dificultades en introducir variaciones en el tipo de cambio real son bien conocidas. Una evidencia adicional a las ya conocidas surge de observar que para el período 1976-IV a 1981-I que hemos utilizado para el análisis del proceso de formación de precios la relación entre las variaciones proporcionales en el índice de precios mayoristas y en el tipo de cambio, incluyendo además a las expectativas derivadas de su atraso o adelanto relativo a los precios internos, alcanza un coeficiente de determinación de 0,94. La ecuación calculada es

$$\Delta PMa_t = \underset{(3,02)}{3,866} + \underset{(11,95)}{.947}\ \Delta TC_t - \underset{(-10,50)}{1,104}\ \Delta\left(\frac{TC}{TPPC}\right)_t \qquad R^2 = .94,\ dw = 1,79$$

donde ΔPMa_t es el incremento proporcional en el nivel general del índice de precios mayoristas trimestral; ΔTC_t es el incremento proporcional en el trimestre del tipo de cambio nominal y $\Delta(\frac{TC}{TPPC})_t$ es la variación proporcional en el trimestre en el cociente entre el tipo de cambio nominal deflacionado por el índice de precios mayoristas de bienes nacionales en nuestro país relativo al índice de precios mayoristas en Estados Unidos. (Ver capítulo 3).

Cuadro 2

Tarifa legal, sectores industriales según clasificación CIIU

octubre de 1976

	Sectores	Tarifa legal
321	Fabricación de textiles	107,7
322	Confección de prendas de vestir, excepto calzado	200,0
341	Fabricación de papel y productos de papel	28,9
351	Fabricación de sustancias químicas industriales	78,6
352	Fabricación de otros productos químicos	98,8
355	Fabricación de productos de caucho	110,0
362	Fabricación de vidrio y productos de vidrio	94,3
369	Fabricación de otros productos minerales no metálicos	66,0
371	Industrias metálicas básicas de hierro y acero	88,8
372	Industrias básicas de metales no ferrosos	68,5
381	Fabricación de productos metálicos, excepto maquinarias y equipo	132,9
382	Construcción de maquinaria, excl. la eléctrica	98,3
383	Construcción de maquinaria, aparatos accesorios y suministros eléctricos	89,1
384	Construcción de material de transporte	127,0
385	Fabricación de equipo profesional y científico, etc.	80,0
	Promedio ponderado	93,7
	Promedio simple	97,9

Fuente: Nogués, op. cit. cuadro 1.

Cuadro 3

Derechos de importación correspondientes a los bienes producidos en el país

Comparación entre las estructuras de la tarifa legal de 1976 y 1967

Grado de elaboración		1	2	3	4	5	6	7	8	9	0
Bienes de consumo	anterior (1)	110	110	110	120	120	130	130	130	140	140
	actual (2)	80	80	80	85	85	95	95	95	100	100
Bienes intermedios	anterior (1)	40	50	60	70	80	90	100	110	120	130
	actual (2)	30	35	45	50	60	65	70	80	85	95
Bienes de capital	anterior (1)	40	50	60	70	70	80	80	90	90	100
	actual (2)	30	35	45	50	50	60	60	65	65	70

(1) Decreto 1410/67.
(2) Decreto 3008/76.

Fuente: Julio Berlinski, "Protección arancelaria de actividades seleccionadas de la industria manufacturera argentina", Ministerio de Economía, Buenos Aires, setiembre de 1977.

Cuadro 4

Tarifa legal y diferenciales de precios por sectores industriales

	Sectores	Tarifa legal diciembre 1977 (a)	Diferencial de precios feb ero 1977 (b)	$\frac{(a)-(b)}{(b)} x 100$
321	Fabricación de textiles	57,4	41,1	39,7
322	Confección de prendas de vestir, excepto calzado	95,0	79,2	19,9
341	Fabricación de papel y productos de papel	29,0	30,8	- 5,8
351	Fabricación de sustancias químicas industriales	35,2	36,6	- 3,8
352	Fabricación de otros productos químicos	17,0	0	100,0
355	Fabricación de productos de caucho	45,0	29,6	52,0
362	Fabricación de vidrio y productos de vidrio	41,8	12,3	239,8
369	Fabricación de otros productos minerales no metálicos	11,0	0	100,0
371	Industrias metálicas básicas de hierro y acero	48,2	60,7	- 20,6
372	Industrias básicas de metales no ferrosos	44,5	47,0	- 5,3
381	Fabricación de productos metálicos, excepto maquinarias y equipo	45,9	10,1	354,5
382	Construcción de maquinaria, excl. la eléctrica	65,5	19,7	232,5
383	Construcción de maquinaria, aparatos accesorios y suministros eléctricos	61,2	55,7	9,9
384	Construcción de material de transporte	87,2	29,7	193,6
385	Fabricación de equipo profesional y científico, etc.	50,0	73,3	- 31,8
	Promedio ponderado	52,7	37,1	42,0
	Promedio simple	48,9	35,0	39,7

Fuente: Nogués, op. cit. cuadro 1.

Cuadro 5

Valor C.I.F. de la importación libre y sujeta a derechos y montos correspondientes

Año	TOTAL Miles de u$s	Libre de derechos		Por ciento sobre total	Sujeta a derechos		Por ciento sobre total	Derechos de importación		
		Valor Millones de pesos	Miles de u$s		Valor Millones de pesos	Miles de u$s		Millones de pesos	Por ciento sobre importación sujeta a derechos	Total
1960	1.249.291	705,6	853.475	68	327,6	395.816	32	161,4	49,3	15,6
1961	1.460.379	731,5	883.058	60	478,2	577.321	40	268,1	56,1	22,2
1962	1.356.502	837,5	737.040	54	698,9	619.462	46	357,9	51,2	23,3
1963	980.677	717,8	520.659	53	636,9	460.018	47	276,3	43,4	20,4
1964	1.077.163	674,6	480.418	45	878,7	596.745	55	362,3	41,2	23,3
1965	1.198.361	1.022,0	604.128	50	1.000,3	594.233	50	468,4	46,8	23,2
1966	1.124.306	1.205,6	575.387	51	1.142,9	548.919	49	593,4	51,9	25,3
1967	1.095.542	1.776,9	535.212	49	1.861,5	560.330	51	717,2	38,5	19,7
1968	1.169.189	2.125,3	607.239	52	1.966,8	561.950	48	752,8	38,3	18,4
1969	1.576.090	2.944,1	841.139	53	2.572,3	734.951	47	1.026,0	39,9	18,6
1970	1.684.633	3.437,3	906.483	54	2.944,6	778.150	46	1.023,7	34,8	16,0
1971	1.809.409	4.494,2	1.003.609	54	4.093,6	865.800	46	1.329,4	32,5	15,5
1972	1.904.682	9.015,5	1.086.778	57	6.614,4	817.904	43	1.996,2	30,2	12,8
1973	2.229.468	13.167,3	1.413.506	63	7.691,2	815.962	37	2.157,9	28,1	10,3
1974	3.634.918	18.746,8	2.150.659	59	13.579,6	1.484.259	41	3.217,3	23,7	10,0
1975	3.946.501	50.340,9	2.261.179	57	33.860,6	1.685.322	43	8.500,2	25,1	10,1
1976	3.033.000	213.433,8	1.561.218	51	240.095,7	1.471.782	49	53.275,7	22,2	11,7
1977	4.161.539	849.305,7	2.111.583	51	856.983,2	2.049.956	49	168.999,6	19,7	9,9
1978	3.853.655	1.485.336,0	1.859.388	48	1.602.159,9	1.994.267	52	355.288,0	22,2	11,5
1979	6.700.055	9.124.748,7 *		s/d			s/d	1.374.321,0	s/d	15,1
1980	10.540.612	19.555.280,0 *		s/d			s/d	3.656.044,4	s/d	18,7

Fuente: 1960-1978: INDEC - 1979-1980 INDEC y Administración Nacional de Aduanas.

* Total de importaciones.

Cuadro 6

Bienes industriales, comparación entre diferenciales de precios y aranceles, 1976-1977 (en por ciento)

Tipo de bienes	Diferencias de precios (febrero 1977)			Cálculos de tarifa legal					
	Nominales		Efectiva	Prod.elaborados		Insumos		Efectiva	
	Prod.elab. (1)	Insumos (2)	(Balassa) (3)	Oct.76 (4)	Dic.77 (5)	Oct.76 (6)	Dic.77 (7)	Oct.76 (8)	Dic.77 (9)
Consumo no duradero	46	48	44	200	95	106	56	352	155
Consumo duradero	29	45	17	132	94	88	40	197	122
Productos intermedios	41	29	57	134	74	51	35	133	49
Maquinarias	26	54	7	87	60	104	57	74	63
Equipo de transporte	33	54	10	84	43	112	66	176	169
Promedio	37	37	39	94	53	68	43	132	63

Fuentes: Nogués, op. cit. cuadros 2 y 4.

Cuadro 7

PROGRAMA ARANCELARIO 1979-1984

(Tarifa legal según resolución ME 1.634/78)

	Escala de elaboración	1979 ene.	1979 abr.	1979 jul.	1979 oct.	1980 ene.	1980 abr.	1980 jul.	1980 oct.	1981 ene.	1981 abr.	1981 jul.	1981 oct.	1982 ene.	1982 abr.	1982 jul.	1982 oct.	1983 ene.	1983 abr.	1983 jul.	1983 oct.	1984 ene.
Grupo 1. Bienes de consumo, excluidos los clasificados en Grupo 2	1	65	63	63	62	61	60	58	56	54	52	50	48	46	44	42	40	38	36	34	32	30
	2	75	74	73	72	70	68	66	64	62	60	58	56	54	52	50	48	46	44	41	38	35
	3	85	84	83	82	80	78	76	74	72	70	68	66	64	61	58	55	52	49	46	43	40
Grupo 2. Alimentos, bebidas y tabaco	1	39	38	37	36	35	34	33	32	31	30	29	28	27	26	24	22	20	18	16	14	12
	2	45	44	43	42	41	40	39	38	37	36	34	32	30	28	26	24	22	20	18	16	14
	3	52	51	50	49	48	46	44	42	40	38	35	34	32	30	28	26	24	22	20	18	16
Grupo 3. Bienes intermedios	1	44	43	42	41	40	39	38	37	36	35	34	33	32	31	30	28	26	24	22	20	18
	2	46	45	44	43	42	41	40	39	38	37	36	35	34	33	32	31	29	27	25	23	21
	3	48	47	46	45	44	43	42	41	40	39	38	37	36	35	34	33	32	30	28	26	24
Grupo 4. Materias primas y productos básicos, excluidos los clasificados en Grupo 5	1	36	35	34	33	32	31	30	29	28	27	26	25	24	23	22	21	20	19	18	17	15
	2	39	38	37	36	35	34	33	32	31	30	29	28	27	26	25	24	23	22	21	19	17
	3	42	41	40	39	38	37	36	35	34	33	32	31	30	29	28	27	26	25	24	22	20
Grupo 5. Materias primas y productos básicos de origen agropecuario	1	21	21	20	20	19	19	18	18	17	17	16	16	15	15	14	14	13	13	12	11	10
	2	25	25	24	24	23	23	22	22	21	21	20	20	19	19	18	17	16	15	14	13	12
	3	29	29	28	28	27	27	26	26	25	25	24	23	22	21	20	19	18	17	16	15	14
Grupo 6. Bienes no producidos	1	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
	2	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
	3	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Grupo 7. Bienes de capital	1	46	45	44	43	42	41	40	39	38	37	36	35	34	33	32	30	28	26	24	22	20
	2	48	47	46	45	44	43	42	41	40	39	38	37	36	35	34	33	31	29	27	25	23
	3	50	49	48	47	46	45	44	43	42	41	40	39	38	37	36	35	34	33	31	29	27

Fuente: Boletín Semanal, Ministerio de Economía, Nº 270.

Cuadro 8

Tasa de protección nominal, sectores industriales

	Octubre 1978	Octubre 1979	Enero 1981	Enero 1984
Alimentos, bebidas y tabaco	20,6	15,1	27,0	12,5
Textiles	44,6	36,5	35,7	19,2
Confecciones y calzado	65,9	55,7	53,3	29,6
Madera y muebles	31,6	27,2	25,4	13,7
Papel e imprenta	33,0	26,3	39,1	22,2
Caucho	69,7	52,6	49,0	28,6
Productos químicos	39,0	32,4	31,1	16,9
Minerales no metalíferos	32,3	28,5	34,1	18,0
Metales y sus manufacturas	44,8	31,8	35,1	19,4
Maquinaria	52,5	36,7	40,1	23,6
Maquinaria y aparatos eléctricos	49,2	35,3	39,7	21,2
Material de transporte	104,2	91,8	74,4	54,9
Varios	43,2	36,7	38,2	20,2
Promedio ponderado	43,8	34,4	35,0	20,8
Promedio simple	48,5	39,0	40,2	23,1
Coeficiente variación total	.44	.49	.32	.47
excluido material de transporte	.32	.32	.22	.25

Fuente: J.J.Medina, Evaluación del plan de apertura de la economía argentina, 1979-1984. CEMA, junio de 1980.

Nota: Los cálculos para octubre de 1978 y 1979 están efectuados conforme a la NADI vigente a cada una de esas fechas. Los de enero de 1981 y 1984 se basan en los datos del Programa Arancelario. El promedio simple y el coeficiente de variación están calculados sobre los datos del cuadro.

Cuadro 9

Aranceles vigentes a partir de octubre de 1980

(Distribución de las partidas de la NADI por grupos, escala de elaboración y valor del arancel)

Grupos	Escala de elaboración	Valor del arancel											Arancel máximo régimen anterior (cuadro 7)
		0	10/14	15/19	20/24	25/29	30/34	35/39	40/44	45/49	50/54	55/59	
Grupo 1. Bienes de consumo, excluidos los clasificados en Grupo 2	1	x	x	x		x	x	x	x	x			56
	2					x				x		x	64
	3		x			x						x	74
Grupo 2. Alimentos, bebidas y tabaco	1		x	x			x						32
	2		x	x				x					38
	3		x		x		x	x	x				42
Grupo 3. Bienes intermedios	1	x	x	x	x	x	x	x					37
		x	x	x	x	x	x	x					39
	3							x	x				41
Grupo 4. Materias primas y productos básicos, excluidos los clasificados en Grupo 5	1	x	x	x		x							29
	2	x	x	x		x	x						32
	3	x					x						35
Grupo 5. Materias primas y productos básicos de origen agropecuario	1	x	x	x									18
	2			x	x								22
	3					x							26
Grupo 6. Bienes no producidos	1	x	x										10
	2												
	3												
Grupo 7. Bienes de capital	1				x		x	x					39
	2								x				41
	3					x		x	x				43

Notas: Los grupos y escalas se corresponden con los del cuadro 7.

Fuente: Resolución 1.670/80 y 1.634/78.

Cuadro 10

Tarifa legal y diferencial de precios

Argentina, 1962/1984

Fechas	Bienes de consumo					Productos intermedios					Material de transporte					Bienes de capital					PROMEDIO GENERAL				
	Tarifa legal			Diferencial de precios		Tarifa legal			Diferencial de precios		Tarifa legal			Diferencial de precios		Tarifa legal			Diferencial de precios		Tarifa legal			Diferencial de precios	
	M	m	Efectiva	Nom.	Efect.	M	m	Efectiva	Nom.	Efect.	M	m	Efectiva	Nom.	Efect.	M	m	Efectiva	Nom.	Efect.	Promedio aritmético simple	Nom.	Efect.	Nom.	Efect.
Marzo 1962 1/	235	74 a/	-	-	-	243	14	-	-	-	1250 b/	40	-	-	-	156	20	-	-	-	148 3/	-	-	-	-
1965 2/			645 a/2/	-	33 a/2/			721	-	201	-	-	720	-	242	-	-	-	-	-	-	-	681 a/2/	-	121 a/2/
Abril 1967 2/3/	140 d/	30 d/	251 a/2/	-	-	130 d/	5 d/	314	-	-	-	-	393	-	-	100 d/	30 d/	-	-	-	70 d/	-	298 a/2/	-	-
1969 1/	99 2/			56	81 1/	105 2/			60	126 1/	124 2/			109	207 1/	102 2/			87	117 1/		93 2/		51	97 1/
Octubre 1976 5/	162		299 1/	-	-	84		133 1/	-	-	86 1/		74 1/	-	-	134		176 1/	-	-	55 5/1/	94 k/	132 1/	-	-
Noviembre 1976 7/	100	25	-	-	-	95	5	-	-	-	95 1/	30 1/	-	-	-	70	25	-	-	-	51	-	-	-	-
Febrero 1977 8/	-		-	48	104 1/	-		-	41	57 1/	-	-	-	26	7 1/	-	-	-	33	10 1/	-	-	-	37	39 1/
Diciembre 1977 5/	84		169 1/	-	-	43		49 1/	-	-	60 1/		63 1/	-	-	94		169 1/	-	-	-	53 k/	63 1/	-	-
Diciembre 1978 5/																					29 1/				
Enero 1979 9/	86	39	-	-	-	48	21	-	-	-	-	-	-	-	-	50	46	-	-	-	26 1/h/	-	-	-	-
Febrero 1979 10/	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	95	65	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Abril 1979 9/	84	38	-	-	-	47	21	-	-	-	95	65	-	-	-	49	45	-	-	-	25 1/h/	-	-	-	-
Mayo 1979 11/	84	38	-	-	-	47	21	-	-	-	95	65	-	-	-	27	18	-	-	-	-	-	-	-	-
Enero 1984 9/	40	12	-	-	-	24	10	-	-	-	55	45 1/	-	-	-	27	20	-	-	-	15 1/h/	-	-	-	-

Observaciones:

1/ Santiago Macario: Proteccionismo e industrialización en América Latina, en Hacia una tarifa externa común en América Latina, INTAL-BID, Bs. Aires 1969. Incluye derechos aduaneros, recargos cambiarios y tasa de servicio estadístico.

a/ No incluye productos alimenticios no elaborados.

b/ Prohibición de importar vehículos de un valor mayor a u$s 3.500.

2/ Pedro Weiner; Protección ..... mimeo.

c/ No incluye bienes de consumo durables.

3/ Roberto T. Alemann: "La reforma arancelaria en la República Argentina", en Hacia una tarifa externa ... op. cit.

d/ Estos derechos no fueron de aplicación para el sector agrícola. Tampoco se aplicaron a los bienes que formaban parte de los regímenes de promoción (automotores, tractores y motores de combustión interna). El Decreto 1410/67 que sancionó la reforma mantuvo transitoriamente suspendida la importación de motores de combustión interna, automóviles, vehículos de transporte colectivo, ambulancias, vehículos de transporte pesado, vehículos especiales, chasis, carrocerías y tractores.

4/ Julio Berlinski and Daniel M. Schydlowsky: "Incentives for industrialization in Argentina" I.B.R.D., mimeo, 1977

e/ Tarifas legales ponderadas por el valor de las importaciones.

f/ Según criterio Balassa.

5/ Julio Nogués: "Protección nominal y efectiva: Impacto de las reformas arancelarias durante 1976-1977" en Ensayos Económicos, Nº 8 - Diciembre 1978. La base de datos es similar a la utilizada en 8/.

6/ Boletín Semanal, Ministerio de Economía, Nº 270, 20/I/79.

g/ Ponderada por el número de posiciones.

h/ No incluye las posiciones correspondientes a automotores.

7/ Decreto 3008 del 29/XI/76.

8/ Julio Berlinski: "Protección arancelaria de actividades seleccionadas de la industria manufacturera argentina". Ministerio de Economía, Bs. Aires, 1977.

9/ Programa arancelario 1979/1984: Resolución M.E. 1634 del 28/XII/78.

10/ Decreto Nº 201/79 deja sin efecto la suspensión de importación de vehículos automotores, fijando un derecho de importación que no podrá ser inferior al 95 % hasta el 31/XII/79. Así mismo, mediante Resolución M.E. Nº 72 se fijan precios oficiales CIF mínimos de importación más un 15 % en concepto de flete mínimo.

11/ Resolución Nº 493 del 25/IV/79: Se decide adelantar el programa arancelario correspondiente a los bienes de capital.

i/ Derechos de importación a regir durante 1982. Decreto Nº 201/79.

j/ Suspendida la importación de las posiciones que legisló el Decreto Nº 201/79.

k/ Ponderadas por el valor de producción de las actividades seleccionadas.

M/ Valor máximo

m/ Valor mínimo

III. Política monetaria, reforma financiera y apertura externa

1. La situación inicial y la reconstrucción del sistema financiero.

Hacia principios de 1976 dos hechos fundamentales caracterizaban tanto los aspectos institucionales como el funcionamiento del mercado monetario en la Argentina. Por el lado institucional, la organización del régimen financiero bajo el sistema de centralización de depósitos; por el lado de su funcionamiento, una muy fuerte caída en la demanda de activos monetarios, claro reflejo del proceso de huida de dinero iniciada en el segundo trimestre de 1975. Los valores de los medios de pago y depósitos a interés en términos reales a fines de 1975 eran un 65 % y 50 % respectivamente de los montos alcanzados a fin del año anterior.

El régimen de centralización de depósitos (o de nacionalización, cual fuera denominado legalmente) ha sido una práctica asociada consistentemente con la presencia del peronismo en el gobierno; fue instaurado en 1946 y desmontado en 1957 con la llamada "Reforma financiera", aprobada bajo la gestión del Dr. Krieger Vasena. En esencia, el sistema dispone que los depósitos recibidos por parte de las entidades financieras son operaciones por cuenta y orden del Banco Central, el que efectúa la regulación monetaria a través del volumen de redescuento asignado a cada una de esas entidades, volumen que puede estar condicionado por destinos específicos o características peculiares de los tomadores de préstamos. El Banco Central asume el riesgo de la operación y retribuye al sistema de intermediación con una comisión que resulta del diferencial de tasas activas y pasivas. Tanto unas como otras se ubicaban, por lo general, por debajo de la inflación prevaleciente; esta diferencia, durante la última parte de 1975 había adquiri

do un valor extraordinario, tal que un préstamo a 90 días pagaba una tasa de 3 % mensual frente a una inflación del orden del 9 % por mes.

Los objetivos específicos de las nuevas autoridades económicas pueden definirse precisamente en torno de dos líneas, directamente vinculadas con las características mencionadas: detener y revertir el proceso de huida del dinero por la vía de la creación de incentivos para aumentar la demanda de activos monetarios, para lo cual era necesario, retomar el control de los mecanismos de creación de la oferta monetaria y cambiar las condiciones institucionales de operación del sector, pasando hacia un régimen en el que la regulación se efectuase mediante la aplicación de efectivos mínimos o encaje fraccionario y mediante operaciones de mercado abierto.

Congruente con el objetivo de liberalización de mercados y de dar mayor responsabilidad a oferentes y demandantes privados en sus transacciones, el gobierno se proponía además cambiar lo que fuera práctica corriente durante más de treinta años: el control oficial sobre las tasas de interés en el mercado bancario.

Durante 1976 el mercado funcionó bajo los mismos principios institucionales legados del peronismo. Los mecanismos utilizados para atacar el profundo desequilibrio mencionado inicialmente tendieron tanto a frenar las causas de la muy alta tasa de expansión de la oferta de los recursos monetarios como a estimular el crecimiento de su demanda. Dado que las posibilidades de acción por el lado de la oferta no eran muy grandes (importante déficit fiscal y escaso nivel de reservas), la estrategia inicial apuntó fundamentalmente a la demanda, tratando de que particulares y empresas incrementaran su demanda de activos finan-

cieros. Para ello y en forma coherente con la estrategia seguida en el sector externo se buscó, por la vía de la tasa de interés, restablecer el equilibrio entre los rendimientos de los diversos activos que se transan en el sistema institucionalizado y acercarlos a niveles positivos. Las medidas fueron básicamente la liberación de tasas de interés pagadas por bancos sobre depósitos a plazo fijo y aceptaciones y el lanzamiento de letras de tesorería a corto plazo en reemplazo de los valores nacionales ajustables, el título de deuda pública tradicional de largo plazo con una tasa de interés fijo y con capital reajustable conforme a la inflación interna.

Por el lado de la oferta la política apuntaba a las tres clásicas áreas de creación. Las cuentas del sector público indican que el déficit financiado por el Banco Central fue en 1975 equivalente a un 8 % del PBI o a un 46 % de ingresos tributarios; en 1976 los valores fueron de 3,3 y 17,3 respectivamente (ver cuadro I.2). Las estadísticas bancarias dicen que los saldos de préstamos al sector público (incluyendo las empresas estatales) fueron en 1973, 1974 y 1975, medidos a fin de año y deflacionados por el índice de precios mayoristas, alrededor del 70 % más altos que en el trienio anterior. Durante 1976 su valor se redujo drásticamente, tal que el saldo a fin de año apenas alcanzaba al 55 % de los valores de apertura. El gobierno recurrió sistemáticamente a la colocación de títulos a corto plazo (letras de tesorería), cuyas tenencias por particulares se duplicaron en términos reales entre marzo y septiembre, en tanto que los depósitos a interés libremente pactado se multiplicaron por 2,6 en igual período.

Los factores fundamentales de creación de dinero vinculados al sector externo estaban asociados a comienzos de 1978, más allá del sal

do de operaciones efectivas, con dos mecanismos que se deseaba hacer desaparecer, cuales eran las operaciones de pase y el régimen de seguro de cambio establecidos con el propósito de captar recursos del exterior o evitar su rápida salida. Las diferencias entre el costo del seguro y la prima de futuro con respecto a las tasas de inflación y de devaluación habían resultado mayores a lo esperado, por lo que el Banco Central estaba sufriendo fuertes pérdidas. El seguro de cambios fue derogado de inmediato en marzo y se encareció rápidamente a las operaciones de pase, a través del aumento de la prima de futuro, tal que a fin de año los compromisos llegaban a 544 millones de dólares frente a algo más de 1.200 millones en junio. La reconstrucción de reservas por los acuerdos con el FMI, diversos países europeos,los Estados Unidos y Japón, así como el saldo positivo en la cuenta corriente durante 1976, permitieron mejorar sustantivamente la posición de reservas del BCRA, las que llegaron a 1.800 millones de dólares al finalizar el año (ver cuadro I.4). Las estadísticas monetarias, en las que los valores están siempre afectados por el sistema de valuación de las divisas extranjeras, muestran que entre fines de 1976 y 1975 los activos externos netos del Banco Central crecieron, ajustados por el índice de precios mayoristas, desde 1,2 a 7,3, sobre una base total que pasó de 17,4 a 15,8. Los valores de diciembre de 1975, por otra parte, eran los más bajos que se observan en por lo menos todo el decenio anterior.

A fines de 1976 la composición de los activos del Banco Central que definen la base monetaria habían cambiado sustantivamente: los de origen externo pasaron de 7 a 46 %, en tanto que los vinculados al sector oficial lo hicieron de 72 a 41 %. Los recursos moneta-

rios de particulares (M2) crecieron, ajustando los saldos a fin de cada período por el índice de precios mayoristas, casi un 50 % entre diciembre y marzo de 1976, anotándose un alza del 25 % en los medios de pago (M1) y una duplicación de los depósitos a interés.

Dentro del mercado de préstamos coexistían en este período tres grandes segmentos: el regulado por el Banco Central a través del redescuento, que se abastecía por los depósitos en cuenta corriente y caja de ahorros, el vinculado al régimen de financiación y prefinanciación de exportaciones, también regulado a través del redescuento, y el mercado libre, que se abastecía por la captación de depósitos a plazo fijo por cada casa bancaria. En el primero la tasa de interés real era fuertemente negativa, ya que frente a una tasa nominal del 40 % anual, a la que se agregaba un impuesto del 8,5 semestral, debía computarse una tasa de inflación nunca inferior al 20 % trimestral. En el segundo la tasa era también fuertemente negativa e incluso parte de las operaciones se pactaban en pesos, en tanto que en el tercero las tasas activas y pasivas eran libres, si bien debían competir con las fijadas por el gobierno en sus operaciones con letras de tesorería. La muy fuerte expansión de este último segmento permitió al Banco Central restringir, durante la segunda parte del año, los acuerdos para redescuentos ordinarios.

En junio de 1977 entra en vigor el nuevo Régimen de Entidades Financieras, que como ya hemos señalado recreó un sistema de reservas fraccionarias, liberó en forma generalizada las tasas nominales de interés activas y pasivas, atribuyó mayor responsabilidad a los bancos en sus relaciones con la clientela, estableció un régimen de garantía

plena de depósitos y recreó la función de prestamista de última instancia para el Banco Central.

Las características del mercado monetario a esa altura pueden apreciarse en el cuadro 1, en el que se comparan, ajustados por el índice de precios mayoristas, los datos del sistema bancario en junio de 1977 con los que se registraban a fin de marzo de 1976, cuando se hicieron cargo del gobierno las nuevas autoridades, y algunos años anteriores. Podemos ver en él que si bien las recuperación de los activos monetarios privados era significativa frente a la posición inicial, todavía existía una razonable distancia con años pasados. El particularmente bajo nivel de los medios de pago puede explicarse por los muy distintos ritmos de inflación prevalecientes en 1973 y 1970 frente a los de 1976 y 1977. El efecto de la liberación de las tasas de interés nominales es claramente captado por la evolución de los depósitos a interés, en los que se incluye tanto a los certificados de depósito a plazo fijo como a la tradicional cuenta de caja de ahorros. Las medidas cambiarias ya comentadas (devaluación, unificación de cotizaciones y paulatina liberación de operaciones), que llevaron las reservas internacionales a 2.544 millones de dólares a fines de junio, un nivel jamás alcanzado en el pasado (ver cuadro I.4), se reflejan en las estadísticas monetarias en un monto de activos externos netos del Banco Central, que son los incluídos en la base monetaria, que es también el más alto en los registros históricos. Es interesante observar que el aumento de los activos externos netos del Banco Central comienza a aparecer acompañado en las estadísticas por una creciente posición negativa en las cuentas externas netas de los bancos comerciales, las que también alcanzan a esa fecha un punto extremo en la comparación histórica. 1/

Puede observarse también en el cuadro 1 un proceso de rápida reconversión sectorial en cuanto al destino de los préstamos; el sector público, que recibía cincuenta centavos por cada peso destinado al sector privado en 1970 y que había llegado a una relación de 1,3 a 1 en 1976, recibía ahora setenta centavos. La variación en las proporciones surge de un doble cambio: por un lado, los préstamos netos al sector público cayeron como resultado de una pequeña expansión de los montos brutos más que compensada por un alza en los depósitos; por el otro, los préstamos al sector privado -siempre en términos reales- prácticamente se duplicaron en 15 meses. Si recordamos que el producto total se ubicaba alrededor del 5 % sobre el año anterior y que los salarios reales habían caído sustantivamente, resulta evidente que la política monetaria no puede de ninguna manera ser calificada de contractiva en la etapa inicial de operaciones financieras del gobierno.

Es interesante observar, en tanto, que la reconstrucción de la demanda de los activos monetarios privados fue impulsada inicialmente por el manejo de papeles del sector público, tal que la relación entre M 4 (donde incluimos medios de pago y depósitos a interés, o sea M 2, más las aceptaciones bancarias, cuya suma forma M 3 y los títulos públicos) y M 3 pasó del 1,24 en marzo de 1976 a 1,36 en junio, 1,33 en setiembre, 1,29 en diciembre y 1,29 y 1,17 en marzo y junio de 1977. El impulso fundamental fue dado por las letras de tesorería, a través de cuyo rendimiento se controlaba la tasa de interés del mercado. En setiembre de 1976, a cuatro meses de su lanzamiento, las letras habían llegado a representar el 12 % de los activos financieros del sector privado (M 4).

2. La etapa de la política monetaria activa

A partir de la reforma financiera y en forma coherente con el diseño de la estrategia antiinflacionaria prevaleciente en esa época (recordemos que ya se había ensayado el llamado a la responsabilidad empresaria y la tregua no había dado los resultados esperados), el Banco Central se propone seguir una política monetaria activa, cuyo objetivo principal pasa por un control más estricto de la oferta monetaria. El programa postulaba controlar efectivamente la expansión generada por el sector oficial, mantener fijos los requisitos de efectivo mínimo de los bancos comerciales (establecidos inicialmente en el 45 % y volcar las empresas públicas -clientes tradicionales de la Tesorería- hacia el mercado bancario. Se proponía también dar una mayor flexibilidad a las operaciones financieras con el exterior, para las que se suprimió la conformidad previa del Banco Central en la contratación de créditos externos sin seguro de cambio, a la vez que se desmantelaba en forma continua el sistema de control administrativo de operaciones cambiarias vigentes. A partir de junio de 1977 desaparece el doble mercado de préstamos internos, pasando todas las operaciones -excepción hecha del financiamiento a exportaciones- al mercado no regulado, o sea a tasas libremente concertadas. El Banco Central se reservaba a su vez el control del tipo de cambio nominal, siguiendo una política que si bien en los enunciados correspondía a un modelo de tipo reptante con ajuste periódico de la cotización conforme a la marcha de la inflación local e internacional, en la práctica implicaba una lenta pero perceptible política de revaluación del tipo de cambio real. Por último, en una actitud que posiblemente reflejaba más la experiencia pasada que desconfianza en los efectos de la nueva política, el Banco se comprome-

tía también a mantener un nivel mínimo para las tasas de interés en el mercado libre a través de su regulación con las letras de tesorería.

Las respuestas a las reformas en el sistema y a la nueva concepción de la política monetaria fueron espectaculares por el lado de la tasa de interés nominal y real y del nivel de ingreso, a la vez que en el terreno de la tasa de inflación, probablemente el objetivo central sobre el cual el gobierno diseñaba su política y evaluaba sus resultados, estos distaban mucho de lo previsto. El cuadro 2, en el que se presentan los datos principales entre junio de 1977 y setiembre de 1978, permite observar los hechos fundamentales de esta etapa.

En un primer momento, al terminar en el mes de julio la tregua de precios que había sido impuesta 90 días atrás, se produce una significativa aceleración de la tasa de inflación, que pasa del 19,9 % en el segundo trimestre al 27,6 % en el tercero. En tanto la aceleración de la inflación se producía en el marco de un tipo de cambio real considerablemente subvaluado (como se puede apreciar en el apéndice C, los cálculos de Rodríguez y Sjaastad, por ejemplo, estiman un "adelanto" para el período de 24,7 %, el más alto registrado en toda la serie), los precios de los bienes importados -aún a pesar del ajuste arancelario de fin de 1976- no ofrecían una posibilidad efectiva de competencia por lo menos en el corto plazo y en consecuencia los industriales y comerciantes no encontraron mayores inconvenientes en ajustar su margen bruto o incluir en su costo los intereses a su valor nominal. También fue posible especular con existencias, dado que la tasa de interés real, a pesar del aumento en los valores nominales, continuaba siendo negativa. El tercer trimestre de 1977 mostraba así un muy alto nivel de produc-

ción industrial. En el mes de octubre los precios mayoristas y minoristas crecieron entre un 12 y 13 %, provocando, junto con la contención en la tendencia expansiva de la base monetaria y el mantenimiento del coeficiente de efectivo mínimo, una contracción de las variables monetarias en términos reales y una estampida en la tasa nominal de interés, que de inmediato llegó al 13 % mensual. La tasa nominal de interés no acompañó sin embargo en forma instantánea a la subsiguiente disminución en la tasa de inflación, y es a partir de ese momento cuando la tasa de interés real comienza a ser fuertemente positiva. Sus efectos sobre el ciclo de producción se hacen inmediatamente evidentes, tal que en el último trimestre de 1977 y el primero de 1978 (en el que se pagó 44,3 % por un crédito concertado en enero a 90 días contra un crecimiento de precios en igual período del 26,6 %) el producto industrial se desacelera primero y cae vertiginosamente luego. A principios de 1978 el nivel de actividad industrial era un 11,5 % inferior al de un año atrás, proporción que se mantendría con pequeñas modificaciones tanto en el segundo como en el tercer trimestre del año. La política monetaria activa y su consecuente efecto sobre la tasa real de interés mostraban tener a esa altura y con ese nivel de precios relativos una influencia mayor sobre el nivel de actividad que sobre la tasa de inflación, la que, como puede verse en el cuadro 2, se mantuvo prácticamente sin variantes en torno del 25 % por trimestre.

El aumento en las tasas de interés nominales y el paulatino proceso de revaluación del tipo de cambio real comenzaron en tanto a movilizar la entrada de capital externo. Más allá de los continuos saldos positivos en la cuenta corriente del balance de pagos que se sucedían desde fines de 1975, en el segundo semestre de 1977 comienzan a

observarse también fuertes entradas en la cuenta de capital autónomo, que venía siendo negativa desde aquella misma época. En los cuatro trimestres que comienzan a mediados de 1977 el saldo fue de 430, 939, 1.076 y 459 millones de dólares respectivamente (ver cuadro I.4), comenzando a generar así el sector externo una presión aparentemente inesperada por las autoridades monetarias sobre el control del crecimiento de la base monetaria. A junio de 1978 (ver cuadro 2) la posición externa neta de la banca comercial en términos reales más que duplicaba los niveles de la misma fecha en el año anterior. Calculada al tipo de cambio del momento había pasado de 520 a 1.490 millones de dólares. 2/

Las modificaciones en las reglamentaciones sobre movimientos de capital comienzan a sucederse vertiginosamente. El paso de un esquema con tasas reales negativas -como prácticamente ocurría desde la Segunda Guerra Mundial- a uno con tasas positivas replanteaba todo el funcionamiento del movimiento financiero con el exterior. De los tradicionales controles a la salida de capitales se pasaba ahora a regular su ingreso. En agosto de 1977 se establece un plazo mínimo de un año para las amortizaciones de créditos obtenidos en el exterior (había sido fijado en 180 días un año atrás) y en noviembre se lo extiende a dos años. Según la Memoria del Banco Central "los importantes flujos de capitales que afluyeron desde el exterior bajo la forma de préstamos financieros hicieron necesario ampliar el plazo mínimo de su contratación, que fue finalmente fijado en dos años, con lo que se procuró reducir la inestabilidad monetaria que pueden provocar los movimientos a corto plazo y mejorar al mismo tiempo el perfil de vencimientos de la deuda" (BCRA, 1977, pág. 11). En tanto, como puede ver-

se en el cuadro III.2, los efectos de estas restricciones no alteraban el sendero de crecimiento de los pasivos con el exterior concertados a través de bancos (que se multiplican por 2,7 en términos reales entre junio de 1977 y marzo de 1978). En mayo de 1978 se anunció, como hemos visto en el capítulo I, el primer ajuste al programa económico, a través del cual se pretende afrontar desde una nueva perspectiva la relación entre inflación y crecimiento. El ministro, poco satisfecho con los resultados observados en las actividades productivas y probablemente haciendo frente a presiones del lado militar, abandona la aplicación del modelo de política monetaria activa. La tasa de inflación, decía, está en gran medida influida por las tendencias registradas en el pasado reciente y la política monetaria actúa en realidad sobre el nivel de precios a través de la expansión monetaria en forma tendencial y con demora; es en las razones de tal expansión donde debe encontrarse la raíz del problema inflacionario. Consecuente con tal posición, si bien no debía cejarse en el esfuerzo por controlar la evolución de la base monetaria, el objetivo era provocar una ruptura en el proceso de formación de expectativas. Para ello se recurrió a diversos mecanismos de desindexación, fundamentalmente asociados con la fijación de precios de las empresas públicas. Se estableció un sistema obligatorio de depósitos en pesos para todas las operaciones de financiamiento en moneda extranjera, equivalente al 20 % de los préstamos y 10 % de las operaciones comerciales, tendiente a equilibrar la relación entre el costo interno y externo del dinero y se anunció la salida del Banco Central de la regulación de los precios en el mercado de divisas, el que quedaría librado a la oferta y demanda de particulares. En julio se habilitó el mercado a término para divisas

y en octubre se autorizaron las operaciones con oro.

La base monetaria quedó prácticamente estancada en términos reales durante la primera parte de 1978, puesto que los aumentos en las reservas eran compensados con la caída en la posición del sector oficial. El Banco Central, sin embargo, abandonó la línea restrictiva y comenzó a aumentar la capacidad prestable de los bancos por la vía de la paulatina disminución en los requisitos mínimos de efectivo sobre depósitos, que se redujeron al 44 % en diciembre de 1977, al 43 en abril de 1978, al 42 en julio y al 39 en setiembre. El proceso de expansión secundaria se impulsaría rápidamente de allí en más, tal que en diciembre el efectivo mínimo llegaba al 29 %, permitiendo bajar en forma significativa el spread entre tasas de interés activas y pasivas del circuito bancario y mantener un razonable control sobre los valores reales de las tasas, las que pasaron a ser negativas en la segunda parte del año. Por su parte, la baja en las tasas nominales y en el coeficiente de reservas permitía disminuir el impacto de la creación de dinero base a través del mecanismo de la llamada Cuenta de Regulación Monetaria. Este sistema fue creado al ponerse en marcha la reforma financiera con el fin de poder unificar las tasas de efectivo mínimo para depósitos en cuenta corriente y a interés y hacerlos compatibles con la relación entre la base monetaria y los recuros monetarios de particulares vigente en el régimen de centralización anterior. El Banco Central cobraba un cargo por el uso de la capacidad prestable apoyada en depósitos a la vista, que no devengan interés como costo, y pagaba por la inmovilización de depósitos a plazo, que sí los devengan; a pesar de que el sistema debía operar sobre saldos compen-

sables y suma cero, la violenta expansión de la tasa nominal de interés y el consiguiente crecimiento de los depósitos a plazo fijo llevó a que durante 1977 y 1978 la cuenta de regulación presentara un fuerte saldo negativo, equivalente a fines de 1977 y 1978 al 21 % y 61 % de los préstamos registrados por el BCRA al sector oficial, ya que el Banco los consideraba un activo contra el gobierno nacional. 3/

A partir de enero de 1978 entró en vigencia el nuevo régimen de prefinanciación de exportaciones promocionales, bajo el cual estas operaciones se indexaban al dólar con una tasa de interés del 1 % anual. De esta manera se ajustaba el último sector de tasas nominales fijas que integraba el mercado crediticio en 1976.

En el segundo semestre de 1978 los hechos, al menos en lo que a inflación concierne, continuaban sin reflejar las expectativas del gobierno. La tasa de inflación trimestral, luego de caer levemente a lo largo de los tres primeros períodos del año desde 26,6 a 24,6 y 21,6, repuntó a 26,9 entre setiembre y diciembre; a esta altura, dada la menor rigidez de la política monetaria, la tasa de interés real comenzaba a ser nuevamente negativa y el producto industrial volvía a crecer, si bien los niveles absolutos de producción continuaban por debajo de los alcanzados en el año anterior.

Es oportuno recordar a esta altura que los intentos de explicar la inflación actual por el comportamiento anterior de la oferta monetaria nunca habían dado en el pasado resultados muy satisfactorios. Las investigaciones de Diz (1966) Díaz Alejandro (1970) y Mallon y Sourrouille (1975), si bien coinciden en encontrar una relación de cerca de 0,6 entre las variaciones proporcionales en la oferta monetaria

(en general M 1) y en los índices de precios en el mismo trimestre o con un leve retraso, muestran que los coeficientes de determinación son bajos y que su significación decrece considerablemente cuando se incluyen otras variables nominales igualmente retrasadas, como el tipo de cambio o los salarios. Observando la evolución de las variaciones de M 1 y particularmente M 2 en 1976 y 1977 cuesta imaginar cuál era en realidad el modelo de formación de expectativas en la opinión del ministro, pero cualquiera haya sido éste queda claro también en la lectura de los datos que los esfuerzos por controlar ambos agregados durante 1978 no dieron los resultados esperados.

En la Memoria del Banco Central para 1978 -al evaluar las dificultades de la política monetaria seguida durante el año- se señala que "el efecto monetario del sector externo puso de manifiesto la limitación que enfrenta el control monetario en una economía abierta si el mismo no es acompañado por la liberación del mercado cambiario. Fue por ello que el Banco continuó durante el año con la política de reconstruir ese mercado, eliminando las restricciones subsistentes y restableciendo el mercado de cambio a término. No obstante, dada la dificultad de liberar totalmente a corto plazo el mercado cambiario (entendiendo por tal la determinación del precio de las divisas) se recurrió transitoriamente en la segunda parte del año a la implementación de un encaje sobre los préstamos del exterior, como medio de limitar los efectos monetarios del sector externo" (pág. 5).

La orientación de la política no persistiría sin embargo sobre el control de los factores de expansión de la base o en la lucha por quebrar expectativas. En diciembre de 1978 se produce un cambio

trascendente en la estrategia antiinflacionaria y el modelo de inflación por expectativas, formadas sobre la base del comportamiento histórico de la oferta monetaria, cede su lugar al enfoque monetario del balance de pagos. A partir de allí el tipo de cambio nominal no sólo no será librado al juego del mercado sino que será preanunciado por el gobierno con una razonable antelación. Se postula entonces la hipótesis de que la tasa de inflación interna deberá ser igual a la internacional más la tasa de devaluación. En los hechos, entre mayo, cuando se anuncian los ajustes al programa incluyendo el retiro del Banco Central del mercado de cambios, y enero de 1979, cuando se inicia la nueva política, el tipo de cambio nominal continuó siendo controlado en un proceso de continua revaluación real (ver anexo C y los datos de la tasa de inflación y de devaluación en el cuadro 2). A su vez el paso hacia la posición pasiva del Banco con respecto a la fijación de la tasa de interés nominal durante el período monetario activo puede apreciarse volviendo a observar a lo largo del año la relación entre M 4 y M 3, la que de un promedio de 1,17 durante la segunda parte de 1977, cae paulatinamente hasta 1,13 a fines de 1978. La situación de las cuentas externas sobre las que se ponía en marcha la nueva etapa de la política abierta era realmente notable. Las reservas internacionales del Banco Central llegaban a 6.037 millones de dólares, dos mil más que a comienzos del año, sin perjuicio de haber cancelado créditos compensatorios por 1.367 millones; a fin de año sólo quedaban incluidos dentro de los pasivos de este tipo 380 millones de dólares correspondientes a bonos externos. La deuda con el exterior en tanto había crecido a cerca de 12.500 millones de dólares, de los cuales 8.357 correspondían al sector público y 4.139 al sector privado, valo

res que a fin de 1975 llegaban a 5.295 y 3.853 millones respectivamente (ver cuadro I.4).

3. Política monetaria en una economía abierta

A partir de 1979 la nueva política cambiaria consistió en anticipar explícitamente las cotizaciones diarias del tipo de cambio (originalmente por ocho meses) y liberalizar considerablemente el movimiento externo de capitales. En la política monetaria por lo tanto se abandonó el intento de controlar la oferta total trasladando el peso de la atención a la expansión de los recursos monetarios de origen interno. Las medidas implicaban "una orientación de la economía hacia una vinculación sin restricciones con el sector externo, en forma prácticamente inmediata en lo que hace al movimiento de capitales y en forma más gradual en lo que respecta al movimiento de bienes" (BCRA, Memoria, 1978, pág. 7).

Bajo estas circunstancias, como se señala en la Memoria del Banco para 1979, se produce una estrecha vinculación entre la oferta monetaria y el saldo del balance de pagos excluídas las operaciones de la autoridad monetaria, ya que esta debe comprar o vender cambio al tipo prefijado y el resto de la economía podrá entonces ajustar la cantidad nominal de sus tenencias de dinero a los niveles que desee exportando o importando sus excedentes, los que se reflejarán en el saldo del balance de pagos. El Banco Central sólo puede afectar la composición de los recursos monetarios en función de su origen, sea interno o externo, razón por la cual pasó a establecer metas para la expansión de recursos monetarios de origen interno (los que corresponden al sector oficial y financiero de la base monetaria), a la vez que continuaba manejando por

la vía del efectivo mínimo la expansión secundaria del sistema. Conforme a este razonamiento, una creación por exceso o defecto con relación a la demanda puede ser inicialmente absorbida por medio de variaciones del nivel de precios, el nivel de actividad económica y tasas de interés interna. Sin embargo, finalmente -estando el tipo de cambio fijado- habría repercusión sobre las reservas internacionales si es que no existe equilibrio entre el precio interno de los bienes que se exportan o importan y su precio externo, o si las tasas de interés internas no están equilibradas con las externas (BCRA, Memoria, 1979, pág. 4).

Los supuestos en que se apoya este modelo requieren, sin embargo, algunos comentarios. Bajo el argumento de que el libre movimiento de capitales equivale a la unificación de los mercados financieros, la tasa de interés real interna debería ser igual a la internacional -también en términos reales- más los eventuales costos de transacción, incluido impuestos. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que esta hipótesis no surge de la observación del comportamiento del mercado sino de un razonamiento teórico que supone la existencia de una curva de oferta de fondos del exterior con muy alta elasticidad. En consecuencia, el análisis de corto plazo debe admitir por lo menos la posibilidad de la existencia del llamado riesgo cambiario, o sea el eventual diferencial entre la expectativa de cotización futura de la moneda extranjera y el anuncio explícito o implícito por parte de las autoridades monetarias (ver, por ejemplo, Frenkel, 1980). Por otra parte, al suponer también la vigencia de la teoría de la paridad del poder de compra se acepta que la tasa de devaluación nominal deberá ser igual a la diferencia entre la tasa de inflación interna y la internacional; en tanto el tipo de cambio es utilizado como instrumento de política

antiinflacionaria, tal relación se utiliza para predecir la tasa de inflación interna. También en este caso es necesario admitir la posibilidad de que tal ajuste no sea instantáneo, resultado, por ejemplo, de la distinción entre la formación de precios en los mercados de bienes comercializables y no comercializables a nivel internacional, la existencia de contratos de largo plazo o de acuerdos comerciales entre países, imperfecciones en los mercados, etcétera. De esta forma la expresión más simple:

$$i^* = (r - p_x) + q$$

donde $i^* = i - p$ es la tasa de interés real en el mercado interno, p_x la tasa de inflación internacional, r la tasa de interés nominal internacional y q los costos de transacción expresados como tasas comparables, debe transformarse en:

$$i^* = (r + q + s) + (t - p)$$

donde s es la prima de incertidumbre sobre la pauta o política cambiaria del gobierno, t la tasa de variación del tipo de cambio nominal y p la tasa de inflación interna.

En tanto s sea inestable, es evidente que su variabilidad impondrá una alta volatilidad a la tasa de interés interna o al flujo de crédito externo y por consiguiente al nivel de reservas del Banco Central. Por otro lado, como señalamos en el modelo presentado en el apéndice B, a medida que se produce una revaluación del tipo de cambio real más allá de su valor de equilibrio (o sea que se verifique que el ajuste de la tasa de inflación interna a las pautas de devaluación no es inmediato), el efecto precios genera en este tipo de modelos un deterioro de la cuenta corriente con el exterior que no sólo implica una

presión sobre las reservas -que podrá inducir a tratar de aumentar la tasa real de interés por parte del Banco Central-, sino que también tiende a aumentar el diferencial entre las tasas internas y externas por el riesgo de una súbita devaluación, ejerciendo una presión adicional sobre el componente externo de la base monetaria. Como es obvio, la incorporación de la incertidumbre bajo estas hipótesis acarrea serias consecuencias para un programa antiinflacionario que utiliza como instrumento básico de desaceleración del tipo nominal de cambio y que se pone en marcha en un proceso inflacionario agudo. En los hechos implica, siguiendo una vez más el modelo expuesto en el apéndice B, una caída mayor que la prevista en el nivel de actividad económica interna. Si el gobierno -considerando que son un componente importante de la función de "credibilidad"- quiere evitar fluctuaciones bruscas en las reservas internacionales ante cambios de opinión del sector privado en cuanto a la composición óptima de sus activos líquidos debe imperiosamente influir sobre las tasas de interés. Esto no sería extremadamente serio si la prima de riesgo fuera pequeña, pero es obvio que ella guarda una estrecha relación con la velocidad de la inflación y con el ciclo de proceso dinámico de ajuste que hemos descripto antes (ver capítulo I, el apéndice B y Frenkel, op. cit.). A medida que la revaluación continúa y que la tasa de interés real aumenta, el peligro de un ajuste cambiario significativo que revierta el saldo crecientemente negativo de la cuenta corriente y recree posibilidades de expansión al proceso productivo interno, sacrificando avances sobre la disminución de la inflación, se hace cada vez mayor. En cuanto correcta, esta hipótesis de riesgo impone entonces un precio más alto, medido en términos de tasa real de interés interna, para el mantenimiento de las reservas en divisas del Banco Central.

Por otro lado, como resulta de inmediato de la observación de la última ecuación, la tasa real de interés está influída por la potencial variabilidad de los precios, en particular cuando, como se ha visto en la Argentina, el proceso de convergencia de la tasa de inflación interna hacia la tasa de devaluación nominal no es ni estable ni muy rápido. En tales condiciones, todo intento de dejar librada la tasa de interés a las fuerzas del mercado en los hechos la deja atada a la política cambiaria; en procesos de alta inflación, a menos que la autoridad monetaria pueda anticipar razonablemente bien la tasa de inflación, la tasa real de interés experimentará a corto plazo grandes fluctuaciones. Como por otro lado, y debido a las mismas razones de incertidumbre aquí mencionadas, el plazo medio de las operaciones de crédito tiende a disminuir, tales variaciones no influyen ahora sólo marginalmente sobre la cartera de créditos, sino que alteran prácticamente las condiciones de todo el mercado.

La observación del cuadro 3 permite apreciar lo que ha ocurrido con las variables monetarias entre fin de 1978 y marzo de 1981. La desaceleración de la tasa de devaluación, que había comenzado en el último trimestre de 1978, se oficializa conforme a la "tabla" de cotización del dólar, inicialmente anunciada hasta agosto de 1978. El efecto inmediato es una disminución sensible en el riesgo cambiario y en tanto los precios y la tasa de interés nominal interna no ajustan inmediatamente, una clara señal para el endeudamiento externo. Hacia junio de 1979 los pasivos netos de operaciones de crédito con el exterior de los bancos habían aumentado un 50 % en términos reales frente a su posición al iniciarse el año; al tipo de cambio corriente esto implicaba un aumento de 1.600 millones de dólares en un semestre. El balance de pagos,

a su vez, indica que frente a una salida neta de 238,1 millones de dólares en el último trimestre de 1978, en el que el riesgo fue sin duda influido por el conflicto con Chile sobre el Beagle, en los dos primeros trimestres de 1979 hubo entradas netas por 1.060 y 969 millones; las reservas, que habían caído 212 millones el último trimestre de 1978, aumentan 997 y 1.479 millones durante esos mismos períodos.

En tanto la competencia externa por el lado de las importaciones, si bien en aumento (ver cuadro I.1), no mostraba aún una presión generalizada sobre los márgenes de los productos locales, el nivel de actividad industrial se recuperó sensiblemente con respecto a 1978, apoyado ahora en la tasa de interés real interna que pasaba a ser negativa y en un incremento en el salario real, en el que comenzaba a influir en forma sustantiva el atraso cambiario. Ante la fuerte entrada de capitales el Banco Central mantuvo los efectivos mínimos sin variaciones entre enero y junio de 1979 y logró reducir en forma significativa el peso del sector oficial, incluyendo la cuenta de regulación dentro de los componentes de la base monetaria.

A partir de setiembre, una vez que los precios de la carne -que fueran impulsados desde principios de año por una fuerte alza en los mercados internacionales- dejan de ejercer presión sobre la inflación interna, se produce una significativa inflexión en los indicadores de las relaciones con el exterior. La continua revaluación real del peso sumada al impacto de la reforma arancelaria (que como hemos visto comienza a aplicarse también en enero de 1979) hace, por primera vez desde 1976, negativo el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos. Sin embargo, dado el diferencial que se mantenía entre las tasas de interés internas y externas a la luz de la política cambiaria,

las entradas de capital continuaban haciendo crecer las reservas internacionales. La rápida caída en el ritmo de crecimiento de precios durante el último trimestre de 1979 -en la que la influencia de los precios agropecuarios es decisiva (ver cuadro I.3)- y el retraso con que una vez más ajustaron hacia la baja las tasas nominales de interés -en las que el componente riesgo comenzaba a tener cada vez mayor influencia- provocaron una nueva estampida en las tasas reales. Como ejemplo puede señalarse que un préstamo típico concertado a 90 días a principios del último trimestre de 1979 debió pagar una tasa real de casi el 20 % trimestral si es que el tomador ajustó sus precios conforme a la variación en ese mismo período del índice de precios mayoristas. Los depósitos a interés, favorecidos por la posibilidad de hacer colocaciones a plazos mínimos de sólo una semana, eran en diciembre y a precios constantes un 50 % más altos que un año antes y, sobre la misma base de comparación, siete veces mayores a los de marzo de 1976. Los medios de pago se mantenían prácticamente a los mismos niveles que habían alcanzado en 1977 y los préstamos al sector privado eran dos veces y media mayores en términos reales que en el momento de la reforma financiera período en el que el producto apenas había crecido un 4 %. El fin del año 1979 marca no sólo el comienzo de una etapa de persistentes tasas reales de interés positivas sino también el momento en que el tipo de cambio real se sitúa claramente por debajo de cualquiera de las estimaciones posibles para determinar su nivel de equilibrio de largo plazo (ver los detalles en el apéndice C). El nivel de actividad industrial, y también el del conjunto de la economía, indicaban el comienzo de otra etapa de recesión. El alza en la tasa real de interés, la persistente revaluación y el nivel sin precedentes del endeudamiento privado con los bancos agregaban, sin embargo, un nuevo elemento de ten-

sión a la evolución coyuntural: marcaban el comienzo de un año crítico en la actividad financiera. En efecto, los bancos y compañías financieras, cuyo número y volumen real de actividad se había expandido notablemente desde 1976, comenzaron ahora a encontrar dificultades generalizadas para la recuperación de sus carteras de préstamos, que habían pasado de 14,1 % del producto total a fin de 1977 a 16,8 en 1978 y a 22,3 a fin de 1979.

En un proceso que se inició en marzo de 1980 con el Banco de Intercambio Regional (BIR) y al que seguiría luego el Banco Internacional, el de los Andes y el Oddone, son intervenidos por el Banco Central en mérito a sus dificultades operativas una veintena de bancos y compañías financieras. La magnitud del problema puede apreciarse señalando que los cuatro bancos mencionados estaban incluidos entre los diez privados de mayor volumen de depósitos, que su participación alcanzaba a alrededor del 20 % del total de depósitos de los bancos privados y al 12 % del total del sistema, con un volumen equivalente a 3.200 millones de dólares al tipo de cambio del momento. La caída del BIR produjo una rápida corrida sobre los bancos privados, lo que motivó que el Banco Central se viera obligado a poner en funcionamiento un régimen de redescuento especial por el que las entidades obtenían fondos en proporción al descenso de sus depósitos y a restituir a su vez la plena garantía de la Nación por los depósitos captados por bancos privados, proporción que se había ajustado a fines del año anterior al 90 %. El monto de los adelantos otorgados bajo este régimen alcanzó su máximo a principios de abril por cerca de 1.000 millones de dólares.

Como era obvio, conociendo la experiencia histórica del país, no sólo se transfirieron recursos entre bancos sino que también se co-

menzó a sentir una fuerte presión sobre las reservas del Banco Central. En el segundo trimestre de 1980, por primera vez desde la puesta en marcha de la nueva estrategia, el saldo de la cuenta de capitales autónomos resultó negativo (994 millones de dólares), produciendo una caída aún mayor en las reservas internacionales (1.500 millones), ya que el saldo de la cuenta corriente continuaba siendo negativo. A fines de mayo un alto funcionario del Banco Central afirmaba que habría un "alza sin límite de la tasa de interés hasta que no se especule más con dólares" 4/. Mientras tanto, la combinación de caída de reservas con la continua contracción del crédito neto al sector oficial por el Banco Central y el nuevo redescuento transitorio a los bancos mantenían a la base monetaria prácticamente constante en términos reales.

Sin embargo, tampoco sería éste el camino a seguir por mucho tiempo. Cuando en el mes de julio la tasa de interés real activa llegó al 4,2 % mensual, el ministro de Economía anuncia el primer reajuste al programa de política apoyado en el enfoque monetario del balance de pagos, modificando la pauta de devaluación del tipo de cambio nominal, que se estableció en el 1 % mensual hasta fines de año y eliminando todas las restricciones temporales a los plazos de cancelación de préstamos externos. Sin perjuicio de una reversión inicial en el movimiento de capitales, el aumento del riesgo cambiario, impulsado tanto por los acontecimientos económicos ya mencionados como por la reiterada intervención y liquidación de bancos privados por parte del Banco Central y la incertidumbre asociada ahora a los cambios que pudieran ocurrir en la política económica a partir de marzo de 1981, fecha de la sucesión presidencial, continuaron presionando sobre la tasa de interés real compatible con una razonable posición de reservas internacionales del

Banco Central. El nivel de las tasas, por otro lado, en un mercado que operaba a muy corto plazo ponía en situación cada vez más difícil a una parte significativa de la clientela bancaria, tal que se ha llegado a sostener que un 20 % de la cartera total de préstamos bancarios debería ser incluida a esta altura bajo el rótulo de dudosa recuperación, proporción que llegaría a un 40 % en el sector industrial. De alguna manera estas apreciaciones son avaladas por la evolución de los quebrantos comerciales, los que, a pesar de todas las dificultades de comparación involucradas, tanto en 1979 como en 1980 muestran valores mucho más altos que en los cinco años anteriores en conjunto. Debe tenerse en cuenta, por otro lado, que tal tipo de dificultades llevaron a la aparición en la plaza de dos nuevas formas de operación en el sistema financiero. Una es la organización de los llamados "club de bancos", mecanismo a través del cual algunas empresas lograron una transformación y consolidación de su deuda a mediano plazo por negociación directa con bancos tanto oficiales como privados (la participación de la banca oficial en algunos de estos acuerdos y su negativa a hacerlo en otros, cual fuera el caso de SASETRU, una de las cinco mayores empresas privadas de capital nacional, abrieron fuertes críticas sobre la arbitrariedad con que se manejó el gobierno, y en particular ciertos funcionarios del Banco Central, en estas operaciones). La otra es la licitación de redescuento a un año de plazo por parte del Banco Central entre la banca comercial, con el objetivo de modificar la estructura de vencimientos en la deuda del sector privado. El impacto de estas operaciones de redescuentos puede verse en la línea correspondiente al sector financiero en el apartado "base monetaria" del cuadro 3. De valores mínimos hasta marzo de 1980, en junio las líneas de redescuento eran ahora el principal componente de la base, superando su saldo tanto al sector externo como al público.

A partir de setiembre, cuando ya se habían reducido los requisitos de efectivo a lo que puede concebirse como su mínimo técnico (10 %), una nueva dificultad se agregaba a las del mercado financiero. Como resultado del paulatino aumento en los requerimientos fiscales, derivados de un crecimiento en los gastos corrientes que excedió a la disminución en la inversión física (ver cuadro I.2), los préstamos del Banco Central al gobierno, que venían cayendo en forma relativamente lenta pero permanente en términos reales desde 1976, comienzan a subir en forma espectacular. A fin de diciembre el aumento en el año llegaba al equivalente de 4.100 millones de dólares. La posibilidad de tener bajo control efectivo el manejo de los recursos monetarios de origen interno se hace entonces cada vez más difícil, en un momento en que la recesión y el continuado aumento de las importaciones provocaban un reclamo generalizado por el ajuste del tipo de cambio. Como indicación del grado de presión existente en el mercado financiero puede mencionarse que la tasa de interés real en pesos para los depositantes durante noviembre y diciembre, con caídas en la tasa de inflación, volvió a situarse por encima de 2 y 3 % mensual, en tanto que el Banco Central continuaba perdiendo reservas a pesar de una nueva prórroga en el compromiso temporal de devaluación nominal. Este se extendió ahora hasta marzo y por primera vez introduce una distinción entre el ritmo de ajuste de los tipos compradores y vendedores.

4. La inflación y las hipótesis monetaristas

A lo largo de este capítulo se ha efectuado una reseña de los distintos métodos ensayados por el ministerio con el fin de crear adecuadas condiciones operativas en el mercado financiero y, fundamentalmente, para poner bajo un razonable control a la expansión de la ofer-

ta monetaria, sobre la base de que ella desempeña un papel central en el proceso de formación de precios. La hipótesis de una relación estable entre las variaciones en la oferta monetaria y en el nivel de precios es sin embargo un tema que tradicionalmente ha sido arduamente discutido en el país y lo es más aún luego del escaso éxito obtenido en este programa de cinco años. A continuación presentamos una serie de resultados obtenidos del análisis con modelos de regresión extremadamente sencillos que pueden ayudar a comprender algunos aspectos adicionales del proceso inflacionario y del papel que en el juega la creación de dinero.

Hemos explorado las relaciones entre las variaciones proporcionales trimestrales del índice de precios al por mayor con diversas versiones muy sencillas de variables independientes que están expresadas en general también en forma de variaciones proporcionales medidas en forma trimestral, introduciendo algunos promedios o retrasos como parte del ejercicio de investigación. Algunos de los resultados mas significativos para modelos con una sola variable independiente pueden observarse en el cuadro 4, donde aparecen aquellas ecuaciones que presentan mayor atractivo desde el punto de vista de su significación estadística, los casos en los que el coeficiente de la variable independiente es distinto a cero. Es oportuno mencionar que otras especificaciones posibles, que incluyen por ejemplo a las variaciones en M 1 y en el producto interno con diversos rezagos así como a los desvíos del producto con respecto a su valor medio, no alcanzan un nivel de significación mínima aceptable. Las formas utilizadas para representar a los salarios, M 2 y precios indicados con un asterisco corresponden a

un promedio de tres trimestres con ponderación declinante y el período sobre el cual están tomadas es aquel que hace mayor su contribución a la explicación del alza de precios.

Los resultados permiten destacar primero, que la posibilidad de construir aceptables funciones de determinación de precios sobre modelos sencillos es muy difícil, ya que en ningún caso la varianza explicada alcanza a la mitad; segundo, que no es fácil argumentar en favor de que el control de la oferta monetaria fuese por sí solo un determinante significativo de la marcha de la inflación en el corto plazo y que tampoco parece serlo el establecimiento de una pauta cambiaria a la luz del valor que adquiere el atraso o adelanto del tipo de cambio real; tercero, que variables asociadas con modelos que utilizan hipótesis estructurales, aquellas que indican una distinción entre dos o mas sectores en los que difieren las elasticidades de oferta o de demanda o las variaciones en productividad, generalmente acompañados de una hipótesis de inflexibilidad de precios (o salarios) en sentido descendente, no deberían ser descartados del análisis y cuarto, que el papel principal que ocupan las variaciones en los salarios nominales -acompañado de la verificación de que entre ellos y la situación de tensión en el mercado de trabajo no se observa una relación estadísticamente aceptable a lo largo del período analizado-, vuelve a llamar la atención sobre factores no monetarios, en este caso particular, estrictamente políticos, en la formación de precios a corto plazo.

El cuadro 5 presenta los resultados de exploraciones con modelos de dos variables independientes. La posibilidad de mejorar nuestra capacidad de explicar el comportamiento de la tasa de inflación aparece

asociada con la combinación de los incrementos de salarios, el tipo de cambio nominal o M 2 con las variaciones en los precios relativos entre la agricultura y la industria -los términos de intercambio internos- o las variaciones en el tipo de cambio real definido como el cociente entre el tipo de cambio nominal y la tasa de paridad de poder de compra (cociente entre precios locales y norteamericanos). La incorporación de las variaciones en el producto total o sus desvíos no introducen mejoría alguna y tampoco se logran mejores resultados explorando patrones alternativos de rezagos en las variables consideradas.

Los resultados deben tomarse con cautela, ya que por un lado no se corresponden necesariamente con una clara especificación teórica y por otro lado no llegan -con una excepción- a explicar mas de 2/3 de la varianza. Sin embargo es interesante resaltar algunos casos, conforme a las ecuaciones 1, 3 y 5 la inflación tendería a desacelerarse, ceteris paribus, si los precios agrarios se retrasan frente a los industriales, pero por otro lado conforme a las ecuaciones 2, 4 y 6 un adelanto en estos frente al tipo de cambio nominal origina una presión positiva sobre las variaciones en el nivel general de precios al por mayor por la vía de lo que podríamos llamar las expectativas de devaluación, las que aparecen en todos los casos como una variable altamente significativa. La ecuación 4, en la que se combina el efecto de las variaciones en el tipo de cambio nominal y en el tipo de cambio real es claramente indicativa de los dilemas de administración de la política económica en condiciones de alta inflación. Si se ajusta el tipo de cambio nominal esto ejerce una influencia positiva en muy corto plazo sobre la variación en los precios internos, pero si no se lo hace

(se retrasa su ajuste frente a la marcha de los precios internos) las expectativas de devaluación ejercen esa misma presión.

En tanto hemos señalado a lo largo de este trabajo el papel muy crucial y cambiante que el ministerio ha asignado al tipo de cambio real como instrumento de política económica y el particular peso que tuvo en la estrategia antiinflacionaria de la segunda parte de su gestión, aquella en que se aplica el enfoque monetario del balance de pagos, hemos explorado también la posibilidad de mejorar el ajuste combinando las variaciones en los salarios nominales y precios relativos internos con el nivel del índice de tipo de cambio real. Los resultados se presentan en el gráfico 1 donde es evidente que el poder explicativo de la ecuación -tomando nota de la tregua de precios a principios de 1977- se incrementa frente a los casos anteriores con excepción de la ecuación 4, en tanto que la constante no difiere significativamente de cero.

Estos resultados, que no pueden ser tomados de otra manera que como ejercicios muy sencillos en formación de precios, no hacen mas que ratificar entonces las dificultades de aceptar como guía exclusiva de la política antiinflacionaria a las variables monetarias. A pesar de lo elemental del análisis es evidente que el peso de los argumentos que abogan a favor de la utilización de modelos de tipo estructural no debería dejarse de lado en ninguna política de control de la inflación que pretenda tener éxito a mediano plazo.

Cuadro 1

Recursos monetarios, valores constantes

	Junio 1977	Marzo 1976	Diciembre 1973	Diciembre 1970
1. Recursos monetarios privados (M2)	2960	1610	4180	3510
. Medios de pago (M1)	1440	1130	2560	2280
. Depósitos a interés	1520	480	1630	1240
2. Origen de los recursos	2960	1610	4180	3510
. Sector externo, neto	720	70	390	380
BCRA	910	160	410	470
Otros bancos	-190	- 90	- 20	- 90
. Sector oficial, neto	580	760	1210	760
Préstamos	1290	1160	1840	1320
BCRA	750	800	1250	860
Otros bancos	540	360	590	460
(-) Depósitos	710	400	620	550
. Sector privado (préstamos)	1870	910	2870	2640
. Otras cuentas	- 210	-130	- 290	- 270
3. Base monetaria	1790	1110	2050	1570
. Sector externo, neto	910	160	410	470
. Sector oficial, neto	740	780	1210	860
. Sector financiero y otros, neto	140	170	430	240

Fuente: Boletín Estadístico, BCRA, varios números, valores nominales ajustados por índice de precios mayoristas, nivel general, promedio del mes correspondiente, las unidades son millones de pesos, a valores de 1960.

Cuadro 2

Recursos monetarios, valores constantes

	1977			1978		
	Junio	Setiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Setiembre
1. Recursos monetarios privados	2960	3020	3200	3240	3580	3710
. Medios de pago	1440	1240	1290	1170	1300	1170
. Depósitos a interés	1520	1790	1900	2070	2280	2540
2. Origen de los recursos	2960	3020	3200	3240	3580	3710
. Sector externo, neto	720	780	810	810	1010	1010
BCRA	910	1000	1120	1310	1460	1440
Otros bancos	- 190	- 220	- 310	- 510	- 450	- 420
. Sector oficial, neto	580	450	570	690	790	780
Préstamos	1290	1240	1330	1600	1790	1690
BCRA	750	740	780	720	700	750
Otros bancos	540	510	550	880	1080	940
(-) Depósitos	710	800	760	920	990	910
. Sector privado (préstamos)	1870	2150	2530	2730	2730	2910
. Otras cuentas	- 210	- 360	- 710	- 670	- 950	- 990
3. Base monetaria	1790	1940	2140	2050	2070	2150
. Sector externo, neto	910	1000	1120	1310	1460	1440
. Sector oficial, neto	740	730	770	650	560	710
. Sector financiero y otros, neto	140	210	250	90	50	-
			Datos trimestrales			
	II 77	III 77	IV 77	I 78	II 78	III 78
4. Tasa nominal de interés activa	19.0	23,8	28.6	44.3	26.0	27.2
5. Tasa de inflación	19.9	27.6	27.7	26.6	24.6	21.6
6. Tasa de devaluación	13.9	20.1	28.0	19.7	9.2	10.0
7. Tasa de crecimiento del producto industrial						
- en el trimestre	18.0	3.5	- 3.3	- 25.1	21.7	3.0
- en el año	2.3	10.4	3.9	- 11.5	- 8.7	- 9.1

Fuentes: 1, 2, 3, idem cuadro 1; 4, tasa para préstamos a 90 días, de FIEL, se toma la tasa vigente para operaciones que cubren el trimestre indicado; 5, según índice de precios mayoristas, nivel general del INDEC, se toma la variación observada en el trimestre; 6, Banco Central, idem anterior; 7, Banco Central.

Cuadro 3

Recursos monetarios, valores constantes

	1978	1979				1980				1981
	Diciembre	Marzo	Junio	Setiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Setiembre	Diciembre	Marzo
1. Recursos monetarios privados	3810	3760	3900	3910	4940	5220	4970	5450	6940	5320
. Medios de pago	1440	1260	1280	1100	1540	1530	1560	1540	1930	1360
. Depósitos a interés	2380	2510	2600	2810	3400	3690	3410	3910	4010	3960
2. Origen de los recursos	3810	3760	3900	3910	4940	5220	4970	5450	5940	5320
. Sector externo, neto	670	510	470	430	290	150	- 280	- 380	- 630	- 1020
BCRA	1070	1010	1000	980	1000	900	440	430	140	- 320
Otros bancos	- 400	- 500	-590	-550	- 700	- 750	-720	- 810	- 760	- 700
. Sector oficial, neto	820	890	800	610	790	780	670	820	1070	1080
Préstamos	1560	1580	1460	1310	1550	1590	1570	1810	2070	2190
BCRA	710	600	550	470	440	390	370	540	880	880
Otros bancos	850	980	910	840	1100	1200	1190	1270	1180	1310
(-) Depósitos	740	690	660	690	760	820	900	990	1000	1130
. Sector privado (préstamos)	3100	3050	3270	3400	4460	4900	5120	5570	6900	5760
. Otras cuentas	- 780	- 690	-580	-530	-600	- 610	- 540	-560	- 400	- 480
3. Base monetaria	1810	1620	1640	1500	1470	1300	1330	1420	1670	1320
. Sector externo, neto	1070	1010	1030	980	1000	900	440	430	140	- 320
. Sector oficial, neto	690	590	540	460	440	390	370	530	870	880
. Sector financiero y otros, neto	50	20	40	60	30	10	520	460	660	760

Datos trimestrales

	IV 78	I 79	II 79	III 79	IV 79	I 80	II 80	III 80	IV 80	I 81
4. Tasa nominal de interés activa	23,6	25.5	23.2	23.9	26.9	22.3	18.0	20.8	17.6	20.1
5. Tasa de inflación	26.9	28.4	28.2	29.8	7.2	12.8	17.5	8.9	9.2	12.9
6. Tasa de devaluación	15.8	15.4	13.8	11.7	10.1	8.3	6.2	4.2	3.3	12.5
7. Tasa de crecimiento del producto industrial										
. en el trimestre	3.4	-10.2	17.9	0.7	- 1.3	-12.0	6.5	2.3	- 0,8	- 17.7
. en el año	-2.9	16.6	12.9	10.5	5.4	3.1	- 6.9	- 5.4	4.9	- 16.0

Fuentes: Ver cuadro 2.

Cuadro 4

Resultados de las regresiones sobre el comportamiento de precios

(variaciones porcentuales trimestrales de precios mayoristas desde 1976-IV a 1981-I)

Ecuación	ΔW_t^*	$\Delta M2^*_{t-1}$	ΔP^*_{t-1}	ΔTCM_t	$\Delta(PA/PI)_t$	$(TCM/TPPC)_t$	$\Delta(TCM/TPPC)_t$	Constante	R^2	dw	Sy
1	1,036 (3,67)							- 4,382 (-.62)	.46	1,83	5,73
2		.580 (3,15)						4,139 (.74)	.40	1,42	6,24
3			.917 (3,34)					1,835 (.31)	.43	1,41	6,09
4				.865 (3,92)				9.229 (2,81)	.49	1,36	5,56
5					.637 (2,28)			22,119 (13,29)	.25	.87	6,76
6						10,915 (2,35)		7,080 (1,15)	.26	1,28	6,71
7							- .981 (- 2,98)	17,258 (8,89)	.36	.95	6,24

ΔW_t^* son variaciones porcentuales trimestrales en el índice de salarios medios mensuales para trabajadores industriales, excluido aguinaldo, preparado por el INDEC.

$\Delta M^*_{2_{t-1}}$ para M 2 ver cuadro III.1.

ΔP^*_{t-1} P se refiere a precios mayoristas nivel general, ver cuadro I.3.

ΔTCM_t TCM es el tipo de cambio de importaciones, ver apéndice C, cuadro 2.

$\Delta(PA/PI)$ ver cuadro I.3. Son variaciones porcentuales trimestrales en el índice de precios relativos de bienes agropecuarios y bienes nacionales no agropecuarios.

$(TCM/TPPC)_t$ ver apéndice C, cuadro 3. Es un índice del tipo de cambio real, calculado como cociente entre el tipo nominal pagado por importaciones y un cálculo de tasa de paridad de poder de compra.

$\Delta(TCM/TPPC)_t$ son variaciones trimestrales en el índice anterior.

* indica que las variaciones se han calculado sobre una corrección de los valores originales efectuada ponderando con 0,50 al trimestre corriente, 0,33 al anterior y 0,17 al siguiente.

los valores entre paréntesis corresponden al estadístico t.

Cuadro 5

Resultados de regresiones sobre el comportamiento de precios

(variaciones porcentuales trimestrales de precios mayoristas desde 1976-IV a 1981-I)

Ecuación	ΔW^*_t	ΔTCM_t	$\Delta M^*_{2_{t-1}}$	$\Delta(PA/PI)_t$	$\Delta(TCM/TPPC)_t$	Constante	R^2	dw	Sy
1	.915 (3.52)			.473 (2.16)		- .620 (.09)	.59	1.41	5.17
2	.822 (3.16)				- .688 (2.47)	1.791 (-.29)	.61	1.56	4.99
3		.828 (4.68)		.580 (3.14)		10.721 (4.01)	.69	1.36	4.45
4		.947 (11,95)			- 1.104 (10.50)	3.866 (3.02)	.94	1.84	1.99
5			.413 (2.36)	.438 (1.68)		9.465 (1.70)	.45	1.17	5.95
6			.440 (3.14)		- .854 (3.20)	4.617 (1.07)	.61	1.79	5.00

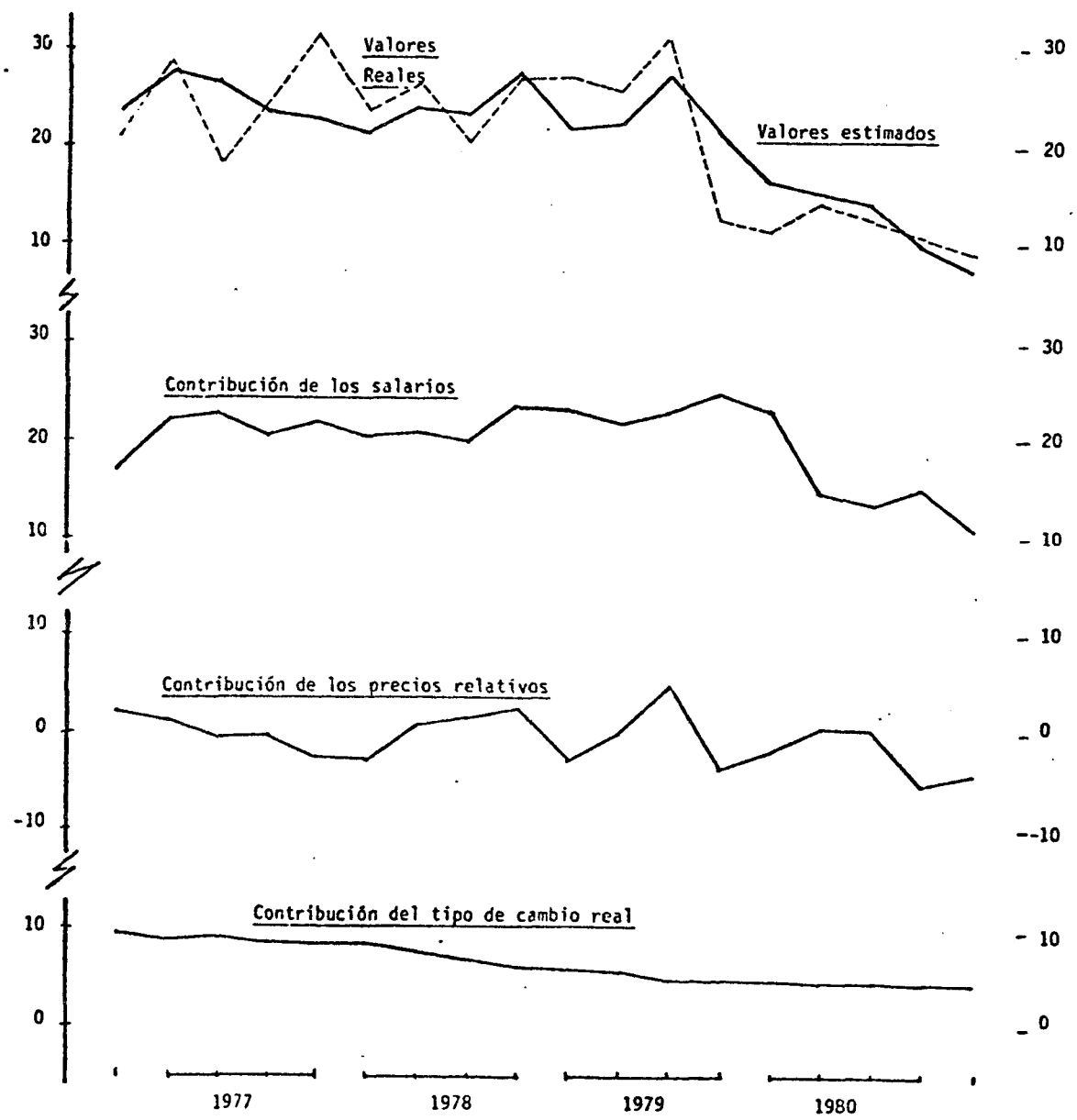
Fuentes, ver cuadro anterior.

Los valores medios de las variables son los siguientes:

ΔP_t	: 21,03	ΔW^*_t	: 24,53	$\Delta(PA/PI)_t$	: - 1,96	ΔTCM_t	: 13,64
ΔP^*_{t-1}	: 22,33	ΔM^*2_{t-1}	: 29,86	$(TCM/TPPC)_t$	: 1,28	$\Delta(TCM/TPPC)_t$	: - 3,85

GRAFICO N°1

VARIACIONES TRIMESTRALES EN LOS PRECIOS AL POR MAYOR



La ecuación es $PMa_t = -4,27 + 418\,\Delta(PA/pI)_t + 798\,\Delta w^*_t + 5,034\,(TCM/TPPC)_t$

$\quad\quad\quad\quad\quad\quad (-.61)(1,92) \quad\quad\quad (2,96) \quad\quad\quad (1,32)$

$R^2 = .63$

dw= 1,68

NOTAS

1/ En tanto los bancos comerciales sólo intermedian en la operación de crédito en moneda extranjera, su posición neta es generalmente neutra; sin embargo, y conforme a la presentación tradicional de los cuadros de la estadística monetaria, en el cuadro 1 los préstamos en moneda extranjera figuran junto con los efectuados en pesos, en la línea sector privado; los datos del sector externo neto para otros bancos, que son los comerciales, registran exclusivamente su posición pasiva con el exterior.

2/ La relación conceptual entre el balance de pagos y las estadísticas monetarias es extremadamente difícil de conciliar con los datos disponibles. Conforme a un razonamiento contable elemental los movimientos en la cuenta de capital autónomo deberían coincidir razonablemente con las diferencias entre los saldos, medidos a fin y principios de año, de las cuentas en las que la banca comercial registra sus operaciones con el exterior. Los movimientos en las cuentas de reservas y capital compensatorio deberían coincidir a su vez con las variaciones que muestra el sector externo en la base monetaria, o sea en el balance del Banco Central. En los hechos existen múltiples razones para que tal coincidencia no se verifique, por ejemplo el tipo de cambio utilizado, la contabilización de los créditos externos a la Tesorería de la Nación, la posibilidad de hacer operaciones con el exterior que no pasen a través de bancos, etc. La magnitud de las diferencias es, sin embargo, considerable tal como puede verse sintéticamente en el cuadro que sigue:

Fin de	Bancos comerciales				Balance de pagos Capital autónomo (variación)	Banco Central		
	Sector externo neto (mil millones de pesos)	Tipo de cambio	Sector externo neto (millones de dólares)	Variación		Sector externo neto (mil millones de pesos)	Reservas - capital compensatorio (millones de dólares)	Tipo de cambio implícito
1975	- 18	61	295	.	.	16	.	
1976	- 91	270	337	42	- 333	476	239	200
1977	- 535	580	922	671	1.276	1.807	2.591	697
1978	- 1.568	984	1.593	719	1.333	4.204	5.829	721
1979	- 6.295	1.600	3.935	2.342	4.687	8.941	10.138	882
1980	-10.788	1.986	5.432	1.497	2.598	1.911	7.288	262

Los bancos comerciales deben valuar su posición en divisas conforme al tipo de cambio para operaciones financieras de la fecha del cierre del ejercicio. El Banco Central registra los ingresos al costo histórico y los egresos según el principio FIFO, las diferencias de cambios están también incluidas en el concepto del sector externo neto de su balance.

3/ En los cuadros monetarios el saldo de la cuenta regulación está incluido en los préstamos al sector oficial efectuados por el Banco Central, pero es oportuno señalar que las cuentas del gobierno no los incluyen a su vez entre los créditos recibidos ni entre sus gastos.

4/ Declaraciones del Dr. Arriazu, ver Ambito Financiero, 22/IV/80.

Apéndices

APENDICE A

Los memorandums enviados por el gobierno argentino al Fondo Monetario Internacional.

1. Junio de 1976
2. Abril de 1977
3. Setiembre de 1977

1. El memorandum de junio de 1976.

EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL OTORGO UN IMPORTANTE CREDITO A LA ARGENTINA

El Fondo Monetario Internacional ha otorgado a la Argentina un crédito cuyo monto asciende a DEG doscientos sesenta millones, equivalente aproximadamente a trescientos millones de dólares.

Este es el crédito más amplio que ha otorgado esa institución a un país latinoamericano. Es de destacar que, prácticamente, duplica el mayor crédito hasta ahora otorgado a cualquier otra nación de la región.

El Ministerio de Economía y el Banco Central de la República Argentina dieron a conocer el comunicado emitido en Washington por el Fondo Monetario Internacional, cuyo texto es el siguiente:

«El Fondo Monetario Internacional ha aprobado un acuerdo de crédito contingente con el

gobierno de la República Argentina, autorizando compras de monedas hasta el equivalente a doscientos sesenta millones de derechos especiales de giro (DEG) en el transcurso de los próximos doce meses. Dicho acuerdo se celebra en apoyo del programa financiero adoptado por el gobierno en abril de 1976.

»La economía argentina está atravesando por un período difícil. En los doce meses finalizados en marzo de 1976 el costo de vida se elevó en casi un seiscientos por ciento y los precios mayoristas en aproximadamente un ochocientos por ciento. El déficit de la balanza de pagos fue de más de setecientos millones de dólares estadounidenses; el déficit presupuestario equivalió al trece por ciento del producto bruto interno, y la actividad económica declinó entre un cinco y un diez por ciento.

»El 24 de marzo de 1976 asumió un nuevo gobierno y el 2 de abril las nuevas autoridades anunciaron un programa financiero destinado a revertir las mencionadas tendencias tan rápidamente como fuese posible. Las metas principales del programa son: la liberalización de la economía y la inmediata reducción de la inflación, el fortalecimiento de la balanza de pagos y de las finanzas públicas, así como la mejora del nivel de vida de la población en función del aumento de la productividad de la economía.

»En algunas áreas se obtuvieron éxitos con relativa prontitud. Se concertaron préstamos a corto plazo con bancos comerciales para aliviar la situación de la balanza de pagos, y en junio y julio el incremento del costo de vida fue de entre el tres y el cuatro por ciento mensual. Las reservas externas de libre disponibilidad del Banco Central, que eran inferiores a diez millones de dólares en la tercera semana de marzo, se elevaron a más de quinientos millones a fines de julio. También se han hecho progresos en la eliminación de las distorsiones de los precios relativos y reducción del déficit del sector público.

»La cuota de la República Argentina en el Fondo equivale a cuatrocientos cuarenta millones de derechos especiales de giro. Si se comprase el monto total del presente acuerdo, las tenencias del Fondo en pesos argentinos en concepto de compras al organismo, sujetas a requisito de recompra, equivaldrían 698,1 millones de DEG.»

MEMORANDUM DEL GOBIERNO DE LA ARGENTINA AL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El Ministerio de Economía dirigió al Fondo Monetario Internacional, en el mes de julio, un memorándum subscrito por su titular y el presidente del Banco Central de la República Argentina, previas consultas con las autoridades nacionales. Este documento sirvió de base para las negociaciones conducentes al otorgamiento del crédito recibido. En el mismo las autoridades argentinas informaron oficialmente al organismo financiero internacional sobre el programa económico vigente, sus propósitos y metas.

El programa económico del gobierno argentino, anunciado al país el 2 de abril último y resumido en el memorándum, recibió el respaldo de los técnicos del organismo y también el apoyo unánime del directorio del Fondo Monetario Internacional que está integrado por representantes de todos los países miembros.

Cabe señalar, por último, que el monto del crédito corresponde exactamente con lo solicitado por las autoridades económicas argentinas en función de su estimación de los requerimientos financieros externos.

Se transcribe a continuación el texto completo del memorándum.

1. La economía argentina está pasando por un período difícil. En los doce meses que terminaron en abril de 1976 el costo de la vida aumentó casi 800 por ciento y los precios mayoristas más del 900 por ciento; el déficit de la balanza de pagos superó 700 millones de dólares estadounidenses, el déficit del presupuesto equivalió a aproximadamente 78 por ciento del gasto o el 13 por ciento del producto interno bruto y la actividad económica declinó 5-10 por ciento. A partir del 24 de marzo de 1976 el nuevo gobierno adoptó un programa para revertir estas tendencias tan rápido como fuera posible. Dicho programa, anunciado el 2 de abril, fue inmediatamente exitoso en contener la inflación y eliminar la amenaza de una cesación de pagos externos. Los precios mayoristas, que habían aumentado 54 por ciento en marzo, aumentaron 27 por ciento en abril y menos de 5 por ciento en mayo; y el aumento del costo de la vida declinó de 38 por ciento en marzo a 35 por ciento en abril, 13 por ciento en mayo y menos de 3 por ciento en junio. Las reservas internacionales de libre disponibilidad del Banco Central de la República Argentina, que equivalían a menos de 10 millones de dólares estadounidenses en la tercera semana de marzo, crecieron a más de 400 millones de dólares estadounidenses a fin de junio. En los próximos meses se esperan progresos adicionales en estas áreas, aunque los resultados no van a ser tan espectaculares como los alcanzados hasta la fecha. El plan para reducir la inflación continuará adecuándose a la necesidad de hacer continuos ajustes en las tarifas de los servicios públicos y la reducción del déficit de la balanza de pagos deberá tener en cuenta los substanciales pagos de préstamos externos de corto plazo con vencimientos durante la segunda mitad del año.

2. El programa económico adoptado por el gobierno de la Argentina está concebido para lograr durante 1976 una reducción considerable en el déficit de la balanza de pagos y una disminución adicional de la tasa de inflación, mientras que simultáneamente se restablecen el equilibrio externo e interno y se sientan las bases adecuadas para un renovado crecimiento económico. Específicamente, el programa intenta consolidar la reducción ya lograda de la inflación y establecer las condiciones para reducirla aún más en 1977, así como limitar el déficit global de la balanza de pagos en 1976 a alrededor de 500 millones de dólares estadounidenses. El programa económico para 1977 será completado hacia fines de este año.

3. El gobierno de la Argentina reconoce que un fortalecimiento substancial de las finanzas del sector público constituye una parte esencial

del programa 1976-77. La magnitud del esfuerzo requiere una acción concertada en todos los frentes, acentuando simultáneamente el aumento de los recursos y la reducción del gasto. Del lado de los recursos, la misma desaceleración de la inflación va a hacer una contribución importante en tanto y en cuanto la demora promedio en la recaudación de los impuestos es de por lo menos tres meses. Esta demora, por sí sola, redujo el valor de la recaudación impositiva en los primeros meses de 1976, en términos reales, a casi la mitad. Para mejorar los resultados en materia de recursos durante el resto de 1976 el gobierno de la Argentina está estableciendo nuevos impuestos, modificando los existentes y reforzando la administración de otros. Estas medidas deberían ser suficientes como para rendir recursos adicionales equivalentes a tasas anuales, a un 3 por ciento del producto interno bruto. Los más importantes de los nuevos impuestos —establecidos en los últimos tres meses— son un impuesto a la transferencia de activos financieros y un impuesto de 8,5 por ciento semestral sobre la mayor parte de los créditos bancarios; además, todas las deudas impositivas y por cargas previsionales y ciertas otras obligaciones impositivas han sido indexadas y el impuesto al capital y patrimonios netos ha sido restablecido. Otros dos impuestos, proyectados en junio, como el impuesto de 4 por ciento a la producción agropecuaria como anticipo del pago del impuesto a las ganancias y un impuesto a los débitos bancarios en cuentas corrientes, serán establecidos próximamente. Además, el gobierno está preparando un conjunto de impuestos de emergencia que pronto serán anunciados y cuya recaudación ocurrirá durante la segunda mitad de 1976. Este conjunto adicional, que se espera rendirá alrededor de $ 100.000 millones, equivalentes a más del 1 por ciento del producto interno bruto, incluye un aumento en la tasa general del impuesto al valor agregado de 13 al 16 por ciento, impuestos sobre la propiedad inmobiliaria y sobre el parque automotor existente en el país. Del lado del gasto, el gobierno se propone hacer un gran esfuerzo para reducir el empleo en el sector público, que aumentó 24 por ciento en los últimos tres años. Sin embargo, la disminución deberá extenderse a lo largo de varios meses para evitar un gran aumento en el desempleo, dada la actual declinación de la actividad en el sector privado. Además, el alivio de la Tesorería como consecuencia de la reducción del personal excedente no será inmediato dadas las indemnizaciones a las que el personal tiene derecho. En las transferencias de la Tesorería a las provincias y empresas públicas se han previsto substanciales disminuciones del gasto. Esto será facilitado por un gran esfuerzo de las provincias en materia de recursos, particularmente a través de la revaluación de propiedades y la reciente reintroducción del impuesto a las actividades lucrativas que, por sí solo, se espera rinda el equivalente de alrededor del 1 por ciento del producto interno bruto. También se están efectuando aumentos substanciales en las tarifas de los servicios del sector público. Con este fin, el precio de la electricidad se aumentó en 20 por ciento al comienzo de julio, independientemente de los aumentos acumulados de 10-15 por ciento mensual (que se eleva a 15 por ciento uniforme en septiembre) que se han establecido para lo que resta del año. El precio del petróleo será aumentado y, en el futuro, se ajustará para mantenerlo a un nivel realista. También se están efectivizando aumentos periódicos en los precios del transporte, obras sanitarias, gas natural y otros bienes y servicios. Como resultado de todas estas medidas el gobierno espera que el déficit del presupuesto no supere el equivalente de 5 por ciento del producto interno bruto durante los seis meses finales de 1976, o sea, menos de dos quintos de su nivel previo. Teniendo en cuenta las variaciones estacionales, el déficit acumulado de la Tesorería en 1976, que al 30 de junio fue equivalente a aproximadamente $ 270.000 millones, no excederá $ 425.000 millones al 30 de septiembre y $ 575.000 millones al 31 de diciembre de 1976.

4. El programa monetario y crediticio para la segunda parte de 1976 está concebido para ser compatible con el plan para reducir la inflación rápidamente. Algunos activos financieros han sido indexados y las tasas de interés de otros han sido liberadas o han crecido a un nivel realista. Se han establecido límites para el crédito bancario a la Tesorería, las entidades públicas más grandes y el sector privado, teniendo en cuenta la expansión monetaria ocasionada por las garantías de tipo de cambio otorgadas con anterioridad por el Banco Central. Bajo este plan, los activos internos netos del Banco Central (definidos como la emisión monetaria menos los activos externos netos), que al 31 de diciembre de 1975 fueron equivalentes a pesos 233.000 millones y al 30 de junio de 1976 a $ 326.000 millones, no excederán $ 425.000 millones al 30 de septiembre de 1976, ni $ 625.000 millones al 31 de diciembre de 1976.

5. El gobierno está convencido de que los importantes aumentos de los salarios nominales que la Argentina ha experimentado en el pasado, no fueron un método apropiado para mantener los salarios reales a niveles adecuados en el mediano o largo plazo. Por el contrario, el gobierno cree que esto sólo puede ser alcanzado por aumentos en la productividad que requieren condiciones generalmente estables en la economía. En consecuencia, el gobierno será cauto en la concesión de nuevos ajustes salariales, para asegurar que tales aumentos no vayan a frustrar el esfuerzo de la lucha contra la inflación. Con respecto a los precios el nuevo gobierno actuó con celeridad, a principios de abril, para eliminar los controles generalizados que habían producido distorsiones de los precios relativos, desabastecimiento, operaciones de mercado negro y una brusca declinación de la inversión en el sector privado. La nueva política fue seguida por una suba en algunos precios medidos por los índices oficiales; dichas alzas fueron reales en algunos casos, y en otros fueron el mero reflejo de niveles que ya existían con anterioridad pero que los índices no acusaban abiertamente como consecuencia de los controles. En mayo, sin embargo, desapareció el desabastecimiento generalizado, las expectativas inflacionarias cam-

biaron abruptamente y en muchos sectores ocurrieron bajas de precios que se habían adelantado a los verdaderos costos. El gobierno va a continuar permitiendo que los precios sean libremente determinados por las fuerzas del mercado, aunque ejerciendo vigilancia sobre ciertas empresas con posiciones dominantes en el mercado.

6. En la actualidad la Argentina mantiene un sistema cambiario múltiple, con un tipo de cambio oficial, un tipo de cambio libre y tres tipos intermedios a los que se transan la mayor parte de las operaciones por exportaciones e importaciones. El gobierno ha adoptado una política de ajuste gradual de los tipos de cambio efectivos para las exportaciones e importaciones, de modo que ellos reflejen los aumentos diferenciales en los costos internos y externos. De acuerdo con este plan, el gobierno tiene la intención de evolucionar gradualmente hacia su anunciada meta de un tipo de cambio unificado y libre. Además de los actuales tipos múltiples, las exportaciones promocionadas reciben reembolsos. En vista de los efectos que estos pagos a los exportadores producen sobre el presupuesto, para fines de 1976 el gobierno programa reducir los reembolsos más altos a un nivel que no exceda los tres cuartos de sus niveles actuales.

7. Durante la segunda mitad de 1976 el gobierno piensa avanzar substancialmente en la reducción de las prácticas cambiarias múltiples, las restricciones a la efectivización de los pagos y transferencias correspondientes a transacciones internacionales corrientes, y las restricciones sobre el comercio internacional. A comienzos de julio los requisitos mínimos para la financiación externa de las importaciones de bienes de capital fueron disminuidos para ponerlos de acuerdo con las prácticas internacionales en la materia. Además el gobierno está gradualmente reduciendo el requisito mínimo de 180 días de financiación que en la actualidad se aplica a la mayor parte de las importaciones. Al mismo tiempo la obligación de adquirir bonos de inversión para el comercio exterior por un monto equivalente a la porción financiada de la mayoría de las importaciones del sector privado va a ser reducida gradualmente hasta alcanzar no más del 50 por ciento del valor CIF de las importaciones a fin de 1976. Durante el año próximo el gobierno también piensa eliminar todas las demás restricciones que ahora existen sobre los pagos y transferencias que se originan en transacciones internacionales corrientes y de capital. Además el gobierno programa eliminar la práctica de otorgar garantías de tipo cambiario sobre el endeudamiento de corto plazo, las que han sido una fuente importante de expansión monetaria en meses recientes. El monto total de tales garantías, que al 30 de junio de 1976 equivalía a aproximadamente 1.300 millones de dólares estadounidenses, no excederá de 600 millones de dólares estadounidenses al 31 de diciembre de 1976, y se continuará avanzando durante 1977.

8. El gobierno cree que este programa va a conducir a la virtual eliminación del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y a una reducción de su déficit global. Como se explicó anteriormente, se ha establecido una meta para limitar la disminución de los activos externos netos de las autoridades monetarias a no más de 500 millones de dólares estadounidenses en 1976. De acuerdo con ella y luego de tener en cuenta variaciones estacionales y otros factores, la disminución acumulada de los activos externos netos de la autoridad monetaria durante 1976 no será mayor de 100 millones de dólares estadounidenses al 30 de septiembre de 1976 ni mayor de 500 millones de dólares estadounidenses al 31 de diciembre del mismo año.

9. Luego de varios años de incrementos modestos, la deuda externa argentina, pública y privada, creció rápidamente desde principios de 1974 y la mayor parte del nuevo endeudamiento se concretó a plazo corto y mediano. Las políticas implícitas en el programa financiero del gobierno para 1976 están concebidas para mejorar considerablemente la cuenta corriente de la balanza de pagos, de modo que se espera que el aumento de la deuda externa sea moderado. También se espera que el aumento en el financiamiento de largo plazo por parte de los organismos financieros internacionales y la planeada reducción de las operaciones de corto plazo con garantía cambiaria mejoren el perfil temporal de la deuda. En la actualidad el Banco Central está organizando la concreción de nuevos préstamos externos de mediano plazo por alrededor de 900 millones de dólares estadounidenses para financiar el déficit de la balanza de pagos de este año, cancelar deudas y reconstituir sus propias reservas internacionales a un nivel aceptable. El gobierno tiene la intención de ejercer un control firme sobre el nuevo endeudamiento o garantías para el sector público, los que tienen que ser autorizados por un comité del Ministerio de Economía, y actualmente se están desarrollando límites cuantitativos para aplicar al crecimiento y estructura de vencimientos de la deuda externa en 1977. El crecimiento de la deuda privada también va a ser vigilado de cerca para asegurar que el aumento del endeudamiento total sea consistente con las perspectivas para el servicio de la deuda argentina en el mediano plazo. Con estas políticas el gobierno tiene confianza de que no va a haber necesidad de refinanciar la deuda externa.

10. Para 1977 el gobierno prevé continuar su programa para reactivar la economía, reducir la inflación, fortalecer la balanza de pagos, reducir restricciones al comercio exterior y eliminar restricciones a la efectivización de pagos y transferencias para las transacciones internacionales corrientes y de capital.

Buenos Aires, Argentina, julio de 1976.

José Alfredo Martínez de Hoz.
Ministro de Economía.

Adolfo César Diz.
Presidente.
Banco Central de la República Argentina.

2. El memorandum de abril de 1977.

MEMORANDUM DEL GOBIERNO ARGENTINO QUE CONSTITUYE LA BASE TECNICA CON EL F.M.I.

El Ministerio de Economía dio a conocer la información Nº 103, del 22 de abril pasado, la que se refiere al memorándum que constituye la base técnica del acuerdo con el F.M.I. para el primer semestre de 1977. Como se recordará, en julio de 1976 la Argentina solicitó un acuerdo con el Fondo por un monto de u$s 300 millones que fue aprobado el 6 de agosto de 1976. En aquel momento sólo se describieron las medidas del programa económico hasta fines de 1976 y se giraron u$s 200 millones del total.

Se estuvo de acuerdo entonces en que la descripción del programa para la primera parte de 1977 se presentara a principios del corriente año. Efectuada la misma, el día miércoles 20 de abril, en su sesión habitual, el Directorio del F. M. I. dio aprobación unánime a este programa.

En el curso de este semestre queda a disposición de la Argentina el saldo de u$s 100 millones del acuerdo mencionado

EL MEMORANDUM

1. Como resultado del grave deterioro de la situación económica y financiera argentina en los últimos años, el Gobierno que asumió el 24 de marzo de 1976 adoptó un programa destinado a restablecer el equilibrio económico interno y externo y a sentar las bases para una recuperación económica sostenida. Específicamente, el programa financiero apuntaba a limitar el déficit global de la balanza de pagos de 1976 a US$ 500 millones y a reducir drásticamente la tasa de inflación interna, que había alcanzado un nivel cercano al 800 % durante el año finalizado en abril de 1976. A los efectos de llevar a cabo estos ajustes correspondía reducir el déficit de Tesorería durante el segundo semestre de 1976, de manera de contener el déficit del año a un máximo de $ 575.000 millones; adoptar un programa monetario y crediticio compatible con el plan para reducir la inflación y con las metas de la balanza de pagos; utilizar de manera flexible las tasas de interés a niveles realistas para aumentar la movilización del ahorro interno y disminuir la tasa de aumento de los salarios nomi-

nales. El manejo ajustado de la demanda interna iba a ser acompañado por el ejercicio de una política de tipo de cambio flexible que reflejara, entre otros factores, la brecha entre la inflación interna y externa, y que lograra el paso gradual de un sistema de tipos de cambio múltiples (incluyendo impuestos y reembolsos para ciertas exportaciones) a un mercado de cambios unificado y libre. Asimismo, una cantidad de restricciones sobre las transacciones externas corrientes iban a ser reducidas o totalmente eliminadas, mientras que los swaps —hasta entonces una de las principales causas de la expansión crediticia— iban a ser drásticamente reducidos.

2. Estas políticas fueron instrumentadas con éxito. Durante 1976, los ingresos por exportaciones excedieron en US$ 900 millones su nivel de 1975, como consecuencia de un fuerte aumento de las exportaciones de productos agrícolas y bienes no tradicionales. Además, el mantenimiento de una política flexible de tipo de cambio, proporcionó un incentivo sostenido a las exportaciones y mantuvo contenida la demanda de importaciones. Así, el balance comercial y la cuenta corriente de la balanza de pagos registraron mejoras de alrededor de US$ 1.900 millones cada una. La cuenta corriente registró un superávit de alrededor de US$ 600 millones, lo cual fue aproximadamente similar a los reintegros netos de capitales al exterior. De este modo, el déficit global de la balanza de pagos ascendió solamente a US$ 36 millones, comparado con US$ 1.100 millones en 1975 y US$ 500 millones originalmente proyectados. Este resultado de la balanza de pagos reflejó una recuperación en la voluntad del público de mantener activos financieros internos, debida, en parte, a una estructura realista de tipos de interés, como así también a una expansión del crédito para los sectores público y privado menor que la proyectada. Como resultado, el crédito neto del Banco Central permaneció por debajo de los objetivos indicados en nuestro memorándum anterior.

3. Un considerable progreso ha sido también realizado hacia la liberalización de los sistemas de cambio y comercio internacional. Sucesivas transferencias de operaciones desde el mercado oficial al mercado libre, condujeron eventualmente a una virtual unificación de los mercados de cambio al tipo libre el 22 de noviembre de 1976, continuando con la aplicación del tipo oficial ($ a 140 por dólar), solamente para el desarrollo declinante de operaciones con seguro de cambio (swaps). Desde entonces, el tipo libre de cambio se ha depreciado en alrededor del 29 % en términos de pesos por dólar. Además, los límites en las ventas de divisas para operaciones por servicios han sido aumentados, los requerimientos de financiamiento externo para importaciones que no sean de bienes de capital han sido eliminados y los correspondientes a bienes de capital han sido drásticamente reducidos, y la obligación a los importadores de adquirir BICE, como así también el requerimiento de que las remesas al exterior de ganancias y dividendos sean hechas en la forma de Bonos Externos ha sido eliminado. Al mismo tiempo, los niveles de los aranceles de importaciones y derechos de exportación han sido sustancialmente reducidos. Las garantías de cambio (swaps) vigentes sobre préstamos externos bajaron de US$ 1.279 millones al 30 de junio de 1976, a US$ 514 millones al 31 de diciembre de 1976, o sea, US$ 56 millones por debajo del nivel proyectado. Por otra parte, las garantías de cambio para importaciones, que ascendían a alrededor de US$ 700 millones en abril de 1976, terminaron por ser eliminadas hacia fin de año.

4. La Argentina también ha hecho importantes progresos en los frentes de precios y fiscal. La necesidad de eliminar distorsiones en la estructura de precios internos ha requerido continuos e importantes ajustes en las tarifas del sector público. No obstante estas acciones correctivas de precios y la gradual recuperación del precio interno de la carne, que tiene gran influencia en el índice de precios al consumidor, los precios aumentaron un 63 % en el período julio-diciembre, equivalente a una tasa anual del 166 %, comparado con una tasa anual de 659 por ciento, durante el primer semestre del año. En el campo de las finanzas del sector público el déficit de la Tesorería, que había alcanzado a un 10 % del Producto Interno Bruto en el período enero-junio, fue reducido a 6,5 % de PBI en la segunda mitad del año, como resultado de un estrecho control de los gastos y la introducción de medidas impositivas de emergencia. El Gobierno considera que el objetivo fiscal de pesos 575.000 millones fue virtualmente cumplido, ya que fue excedido solamente por un mero 2,5 por ciento, o sea alrededor de $ 14.000 millones al 31 de diciembre de 1976.

5. Los siguientes párrafos describen en líneas generales el programa para el primer semestre de 1977, que apunta a la reactivación de la actividad económica, la reducción de la inflación, el fortalecimiento de la balanza de pagos, la reducción de restricciones en el intercambio comercial y la eliminación de restricciones sobre los pagos y transferencias por operaciones internacionales corrientes.

6. En el campo fiscal, se están tomando medidas para reducir gastos presupuestarios y, especialmente, las transferencias de la Tesorería a empresas públicas y provincias. Esto se verá facilitado por la presente política de aumentos periódicos en las tarifas de las empresas públicas que se espera disminuyan durante el año de acuerdo con la marcha de la inflación y por el aumento de la recaudación fiscal que está siendo realizada por las provincias.

Paralelamente con estas medidas, se están realizando esfuerzos para reducir gastos operativos con la ayuda de una reorganización de la administración pública y la eliminación de gastos superfluos. Esta política aumentará el superávit de la cuenta corriente del sector público en comparación con años recientes, lo que a su vez permitirá un apreciable aumento en la inversión pública durante 1977. El logro de este objetivo estará ligado a una drástica reducción del déficit fiscal en relación al PBI y al total de gastos. Por lo tanto, se han establecido, o se establecerán, nuevas medidas impositivas. A nivel nacional ellas incluyen: a) un impuesto a la revaluación de inventarios; b) impuesto sobre la energía y el gas; y c) severas sanciones para los

evasores impositivos, aparte de otras medidas que podrían producir ingresos equivalentes a alrededor del 1,5 % del PBI. Paralelamente a estas medidas se han hecho y continuarán haciendo significativos esfuerzos para aumentar los rendimientos de impuestos vigentes y, particularmente, del impuesto al valor agregado. Los cambios introducidos en este impuesto durante los últimos meses (reducción de las demoras de recaudación y aumento de la tasa básica de un 13 % a un 16 %), juntamente con una intensificación del esfuerzo administrativo conducirán al logro de un significativo aumento de ingresos provenientes de esta fuente. Otras medidas introducidas a fines de 1976 —a) un impuesto a la producción agrícola; b) un impuesto mínimo a las importaciones; c) un cambio de tasas específicas a tasas ad valorem para el caso de impuestos sobre consumos; d) la reducción de la demora en la recaudación de impuestos internos; e) indexación de las deudas al gobierno por pagos de impuestos vencidos— se espera que contribuirán al aumento del ingreso fiscal. Además, importantes cambios están siendo introducidos, o ya han sido introducidos a nivel provincial y municipal, incluyendo un revalúo de las propiedades sujetas al impuesto inmobiliario, un importante aumento de las patentes de los automóviles y la reimplantación del impuesto a las actividades lucrativas. Seguiremos de cerca durante el año los rendimientos de los diferentes impuestos y en el supuesto que no alcanzaren los niveles previstos, de inmediato adoptaremos medidas adicionales en el campo de los ingresos o de los gastos de manera de compensar ese desnivel. Por lo tanto, el gobierno espera que el déficit de la Tesorería no excederá de $ 340.000 millones al 31 de mayo de 1977 ni de $ 420.000 millones al 30 de junio de 1977.

7. El programa monetario y crediticio para el primer semestre de 1977 está diseñado para ser compatible con una mejora en la posición neta de las reservas externas de las autoridades monetarias y la disminución de la inflación. El mantenimiento de tasas de interés a niveles realistas, junto con la esperada declinación de las expectativas inflacionarias, producirán un aumento adicional en los activos financieros del sector privado medidos en términos reales. Se han establecido límites al crédito bancario, a la Tesorería, las entidades públicas más importantes y el sector privado y se ha tenido en cuenta la expansión crediticia causada por las garantías de tipo de cambio otorgadas por el Banco Central y aún vigentes a fines de 1976. De acuerdo con este programa y considerando sus variaciones estacionales, el crédito neto del Banco Central (definido como la circulación monetaria menos los activos externos netos), que era de $ 597.000 millones a fines de 1976, no excederá de $ 750.000 millones al 31 de mayo de 1977 ni de $ 793.000 millones al 30 de junio de 1977.

8. El gobierno considera que el retorno a condiciones financieras más estables durante 1977 debería permitir una recuperación gradual de los salarios reales y una reactivación de la economía. Sin embargo, las autoridades tienen la intención de continuar con una política de salarios cautelosa, que tendría muy en cuenta las mejoras en la productividad. Con respecto a los precios, el Gobierno considera que las distorsiones más serias en la estructura de precios relativos han sido eliminadas. El Gobierno está convencido de que la asignación adecuada de recursos sólo puede lograrse permitiendo que los precios sean determinados por las fuerzas del mercado, aunque se continuará ejerciendo vigilancia, particularmente sobre aquellas empresas que tienen una posición dominante en el mercado. Por otra parte, el Gobierno intenta disminuir aranceles de importación, liberalizar importaciones, y reducir reembolsos a las exportaciones para reducir presiones inflacionarias y mejorar la asignación de los recursos.

9. El Gobierno continúa con su intención previamente expresada, de eliminar todas las restantes restricciones en el sistema de pagos y transferencias por transacciones internacionales corrientes y el sistema de cambios múltiples para fines de 1977, y de continuar reduciendo las restricciones al comercio internacional. Así, el requerimiento mínimo de financiamiento externo aplicado a importaciones de bienes de capital, continuará reduciéndose. Además, los reembolsos más altos a las exportaciones no serán aumentados por encima de los niveles actuales, mientras que los demás no serán incrementados significativamente. Por otra parte, el Gobierno continuará eliminando gradualmente la práctica de otorgar garantías de tipo de cambio sobre préstamos externos a corto plazo. A este respecto, la suma total de tales garantías, que al 31 de diciembre de 1976 era equivalente a US$ 558 millones, no excederá de US$ 230 millones al 31 de mayo de 1977, ni de US$ 140 millones al 30 de junio de 1977, y el saldo restante habrá desaparecido para fines de 1977.

10. Las perspectivas de la balanza de pagos para el primer semestre de 1977 son alentadoras y el Gobierno cree que el programa delineado precedentemente contribuirá a alcanzar otro superávit en la cuenta corriente. Dadas las sustanciales devoluciones netas de obligaciones externas a corto plazo que se realizaron en el segundo semestre de 1976 y la esperada aceleración en el uso de préstamos externos de desarrollo a largo plazo para este año, con el fin de reactivar la economía, se espera que el déficit en la cuenta capital sea reducido sustancialmente. En consecuencia, se estima que el balance de pagos mostrará un superávit de alrededor de US$ 260 millones en los primeros seis meses de 1977. Por lo tanto, y luego de corregir por variaciones estacionales y otros factores, los activos externos netos de las autoridades monetarias se incrementarán por un importe no inferior a US$ 249 millones al 31 de mayo de 1977 y no inferior a US$ 258 millones al 30 de junio de 1977.

11. En el segundo semestre de 1976 la deuda externa de la Argentina logró un mejoramiento en la estructura de sus vencimientos principalmente a través de las devoluciones de créditos a corto plazo del sector público y de la reducción de operaciones de pase vigentes. Como resultado de estos acontecimientos el manejo de la deuda externa en la Argentina está

operando actualmente bajo restricciones menos severas que las del año pasado; por otra parte, debido a un continuo crecimiento de las exportaciones durante 1977 se espera que la relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones sea significativamente inferior a la de 1976. El Gobierno tiene la intención de lograr mejoras adicionales en la estructura de vencimientos de la deuda, dirigiendo el endeudamiento externo del sector público hacia el financiamiento de proyectos a más de cinco años, en lugar de créditos de proveedores de corto plazo. Además, las autoridades consideran apropiado restringir el crecimiento de la deuda externa de acuerdo con las perspectivas a mediano plazo de la balanza de pagos. Aunque las expectativas de nuevo endeudamiento del sector público para los primeros seis mese de 1977 no pueden ser cuantificadas con precisión, porque el sistema de control del endeudamiento externo está en proceso de ser perfeccionado, las autoridades confían en que el monto de tales préstamos será básicamente compatible con los objetivos de su programa financiero. Las autoridades tienen la intención de completar a la brevedad el establecimiento del mecanismo de control. En realidad, las bases legales de un sistema para ejercer un firme control sobre la autorización de nuevas deudas externas por parte del sector público han sido ya reafirmadas por una instrucción presidencial emitida a fines de febrero de 1977, estableciendo que todo préstamo del sector público requerirá aprobación previa del Ministerio de Economía y del Banco Central. El crecimiento de la deuda privada será también observado cuidadosamente para garantizar que el aumento del endeudamiento privado se mantenga a niveles compatibles con las perspectivas de la balanza de pagos de la Argentina.

12. El programa semestral descripto precedentemente está de acuerdo con los objetivos de las autoridades argentinas de disminuir la tasa de inflación para lograr un crecimiento económico sostenido y mantener una sólida posición externa.

José Alfredo Martínez de Hoz.
Ministro de Economía

Adolfo C. Diz
Presidente
Banco Central de la República Argentina

3. El memorandum de setiembre de 1977.

APROBO EL DIRECTORIO DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL UN ACUERDO CONTINGENTE CON LA REPUBLICA ARGENTINA POR UN TOTAL DE 159,5 MILLONES DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO, QUE REPRESENTAN APROXIMADAMENTE 185 MILLONES DE DOLARES DE LOS EE. UU.

El 16 de setiembre pasado, el Directorio del Fondo Monetario Internacional aprobó por unanimidad un Acuerdo contingente con la República Argentina por un total de 159,5 millones de DEG (aproximadamente 185 millones de dólares). En su oportunidad, el Ministro de Economía y el Presidente del Banco Central suscribieron el documento que se transcribe a continuación, por el cual se informa el Organismo Público Internacional del desarrollo de la Economía Argentina y de las políticas actualmente en curso de aplicación.

Memorándum del Gobierno de Argentina sobre ciertos aspectos de su política económica para 1977

1. Cuando la nuevas autoridades asumieron el poder a fines de marzo de 1976, la Argentina estaba sufriendo una aguda inflación, una profunda recesión económica y un grave deterioro en su balanza de pagos. La situación requería medidas drásticas y, rápidamente, se formuló y se puso en aplicación un plan económico-financiero destinado a restablecer el equilibrio económico interno y externo y a sentar las bases para el crecimiento económico. El plan ha sido aplicado con éxito durante los últimos 15 meses. La tasa de inflación ha disminuido signficativamente de un nivel anual de más de 900 % a alrededor de 120 %. Debido al aumento de los ingresos y a un ajustado control de los gastos, el déficit del Tesoro Nacional fue reducido de un nivel equivalente al 13 % del PBI en 1975 a menos del 8 % en 1976, y declinó en el último trimestre de 1976 a alrededor de 6 % del PBI. Los mayores ingresos de los gobiernos provinciales y municipales y la modificación de las tarifas de los servicios públicos permitieron una reducción de las transferencias de la Tesorería al resto del sector público. El rígido sistema de control de precios existente hasta marzo de 1976, que había ocasionado distorsiones en los precios así como escasez de bienes fue desmantelado; pero se continúa ejerciendo vigilancia sobre aquellas empresas que tienen una posición dominante en el mercado. Simultáneamente el sistema cambiario fue gradualmente liberalizado y los mercados cambiarios fueron unificados. La modificación del sistema cambiario, unido a una política flexible del tipo de cambio y a una política realista de precios agrícolas, proporcionó un estímulo a las exportaciones de productos tradicionales y no tradicionales. Como consecuencia de ello la balanza de pagos mejoró y a una situación cercana al equilibrio, lograda en la segunda mitad de 1976, siguió un superávit sustancial en los primeros 6 meses de 1977. Además, el saldo de las operaciones de pase, que ascendían a US$ 1.300 millones en junio de 1976, declinó a US$ 100 millones a fines de junio de 1977; o sea que dicho saldo estuvo muy por debajo de nuestra meta para ese mes. La política monetaria se orientó hacia el logro de un equilibrio entre la oferta y la demanda de activos financieros, compatible con el objetivo de reducir la inflación. Esta tarea se vio facilitada por una recuperación en la voluntad del público de mantener activos financieros internos, debida en gran parte a la política de mantener tipos de interés realistas y al ejercicio de una prudente política crediticia. Como consecuencia, los activos internos netos del Banco Central permanecieron muy por debajo del nivel proyectado. Este proceso culminó a mediados de 1977 cuando las autoridades acometieron una reorganización completa del sistema financiero que, en el futuro, hará posible satisfacer los requerimientos financieros del país en forma más eficiente.

2. Los párrafos siguientes describen en líneas generales el programa para 1977. El mismo apunta fundamentalmente hacia la reducción de la inflación y la reactivación gradual de la economía.

Los principales elementos de dicho programa son una reducción sustancial del déficit fiscal, políticas de ingreso bien definidas y un programa crediticio apropiado.

3. A pesar de que el desequilibrio fiscal no es la única causa de la alta inflación existente en la Argentina, indudablemente constituye uno de los principales factores que contribuyen a la misma. Por ello, a la brevedad, es necesario: a) mejorar la eficiencia del sector público; b) reducir gastos públicos, y c) lograr un aumento adicional de los ingresos tributarios. Por ello, el presupuesto del gobierno nacional para 1977 ha sido proyectado con la intención de reducir el déficit fiscal aproximadamente a la mitad en términos reales. Este objetivo solamente podrá ser alcanzado por medio de una combinación de mayores ingresos y reducciones adicionales de los gastos en términos reales. En lo referente a los ingresos, además de las medidas impositivas adoptadas en el segundo semestre del año pasado —algunas de las cuales se hicieron efectivas a comienzos de este año— y las introducidas a comienzos del corriente año, el gobierno recientemente ha decretado una amnistía impositiva que permitirá a los individuos regularizar su situación fiscal. Paralelamente, se han hecho y se continuarán haciendo esfuerzos significativos para aumentar las recaudaciones de los impuestos —particularmente del impuesto al valor agregado—, reduciendo de modo importante la evasión fiscal. El conjunto de estas medidas proporcionará ingresos adicionales para el Gobierno Nacional por un equivalente de alrededor de 1,5 % del PBI, luego de excluir la parte de dichos ingresos que se distribuye a las administraciones provinciales y a los fondos especiales. Dadas la magnitud y la complejidad del gasto público, una reducción drástica del mismo sólo podría ser lograda dentro de un lapso que incluye varios años. Sin embargo, el presupuesto del Gobierno Nacional para 1977 contempla una reducción en la relación del gasto con respecto al PBI equivalente a más de 2,5 puntos porcentuales del PBI, que se obtendrá a través de un estricto control de los gastos directos de la Administración Central y de una reducción en las transferencias al resto del sector público. Esto último será el resultado de mayores ingresos en los presupuestos provinciales y de los esfuerzos hechos para mejorar el funcionamiento de las empresas del estado. Durante el resto del año, controlaremos de cerca los ingresos correspondientes a los diferentes impuestos y en el caso de que sean inferiores a nuestras metas, oportunamente adoptaremos medidas adicionales con respecto a los ingresos o a los gastos, de manera de compensar la deficiencia. Sobre la base de las cifras disponibles para los primeros seis meses, el déficit de la administración central estuvo por debajo de las metas del presupuesto y el Gobierno espera que el déficit de la Tesorería (excluyendo de los ingresos el endeudamiento neto interno y externo) no excederá de $ 736.000 millones al 31 de diciembre de 1977.

4. El programa monetario y crediticio para el segundo semestre de 1977 fue concebido para hacerlo compatible con la deseada disminuición de la inflación. El mantenimiento de tasas de interés a niveles realistas, junto con la esperada disminución de las expectativas inflacionarias, dará lugar a un nuevo incremento en la demanda de activos financieros por parte del sector privado, en términos reales. Además, como resultado de su reciente reordenamiento, el sistema financiero será más eficiente y estará en mejor posición para financiar los requerimientos crediticios de la economía, mientras el poder del Banco Central para controlar la oferta monetaria será fortalecido. Se han establecido límites al crédito bancario a la Tesorería, a las principales entidades públicas y al sector privado; y a través del uso de los efectivos mínimos, recientemente introducidos, el Banco Central asegurará que la expansión global del crédito sea compatible con el aumento esperado en la demanda de recursos financieros por parte del público y con los objetivos en materia de inflación y de balanza de pagos. De acuerdo con este plan, los activos internos netos del Banco Central (definidos como la emisión monetaria menos los activos externos netos), que al 30 de junio de 1977 eran de $ 670.000 millones, no excederán de $ 1.219.000 millones al 31 de diciembre de 1977.

5. El Gobierno está abocado a una política de libre determinación de los precios con el fin de asegurar un funcionamiento más eficiente de la economía argentina. En este contexto, las recientes medidas de control fueron temporarias y estuvieron destinadas a apaciguar las expectativas inflacionarias. Actualmente se ejerce vigilancia sobre aquellas empresas que tienen una posición dominante en el mercado. Este sistema se está liberalizando gradualmente a medida que una adecuada competencia, tanto interna como externa, se va estableciendo en el mercado. A tal fin, los aranceles a las importaciones han sido gradualmente reducidos con el propósito de permitir que la competencia externa cumpla una función de límite potencial en la determinación de los precios. Durante 1977 es nuestro objetivo continuar reduciendo la tasa de inflación. En cuanto a la política salarial, se han acordado ajustes periódicos, pero el Gobierno cree que una mejora permanente del poder adquisitivo de los salarios tendrá que depender de tasas de inflación más bajas y del aumento de la producción y la productividad.

6. Es nuestra intención eliminar el resto de las restricciones cambiarias y las prácticas de tipos de cambio múltiples antes de finalizar el año 1977. El Gobierno intenta continuar con la política de ajustar gradualmente el tipo de cambio para reflejar, entre otras variables, los aumentos diferenciales en los costos externos e internos. Los reembolsos máximos a las exportaciones no serán incrementados sobre los niveles actuales, mientras que los restantes no serán incrementados significativamente.

7. Las perspectivas de la balanza de pagos para el conjunto del año son favorables. Durante el primer semestre del año las reservas internacionales netas aumentaron fuertemente como resultado de una gran actividad exportadora, encabezada por el volumen récord de las ventas de trigo, las altas exportaciones de otros rubros tradicionales, así como también de productos manufacturados. Para el resto del año se espera que las exportaciones continúen a un ritmo satisfactorio, reflejando en parte una continuación de la política de tipo de cambio flexible seguida por las autoridades. Sin embargo, dado que el grueso de las exportaciones de cereales tuvo lugar en el primer semestre del año y que el ritmo de las importaciones se aumentará a medida que la recuperación económica y las inversiones del sector público se materialicen, no se prevé ningún cambio sustancial en las reservas internacionales durante el segundo semestre. Este pronóstico incluye el endeudamiento externo del sector privado, algo que es difícil de proyectar y que queda fuera del control del endeudamiento externo del sector público, expuesto en el párrafo 8. Por lo tanto, el aumento acumulativo (desde fines de 1976) en los activos externos netos de las autori-

dades monetarias no será menor de US$ 534 millones al 31 de diciembre de 1977. Después de fin de año las perspectivas de la balanza de pagos dependerán de la conducta de las exportaciones y de la evolución de las importaciones, que se espera continuarán aumentando debido a la proyectada recuperación de las inversiones y de la producción y a la continuada liberalización de las mismas.

8. El gobierno asigna gran importancia al control de la deuda externa del sector público. Las bases legales de un sistema para ejercer control firme sobre la autorización de nuevas deudas externas a contraer por el sector público fueron reafirmadas por Instrucción Presidencial, emitida a fines de febrero de 1977, estableciendo que todos los préstamos al sector público requerirán previa aprobación del Ministerio de Economía y del Banco Central. Tal mecanismo ha sido establecido y está en vigencia. El Ministerio de Economía y el Banco Central han establecido pautas anuales para los préstamos externos para el sector público que deben ser compatibles con la capacidad de endeudamiento externo de la Argentina y de su sector público, como así también con los programas de inversión autorizados por el gobierno. Debido a este control y también al rápido incremento de las exportaciones, durante 1977 la deuda externa total del sector público, como así también el servicio de dicha deuda, han estado disminuyendo sustancialmente en relación con la exportación de percaderías y servicios. Al mismo tiempo, debido a la política de eliminar el uso de operaciones de pase con el Banco Central y, en general, a las políticas financiera y de tipo de cambio, el endeudamiento externo total del sector privado ha disminuido en términos absolutos.

9. Para 1978 el Gobierno proyecta continuar su programa de crecimiento económico sostenido, reducción adicional de la inflación y mantenimiento de una sólida posición de la balanza de pagos.

Al aprobar el Acuerdo Argentino, el Fondo Monetario emitió el siguiente Comunicado de Prensa:

"El Fondo Monetario Internacional ha aprobado un acuerdo de derecho de giro a favor del Gobierno Argentino por el que se autoriza compras hasta el equivalente de 159.5 millones de Derechos Especiales de Giro (DEG) durante los próximos doce meses en apoyo de un programa para fortalecer la situación de la balanza de pagos y reducir la tasa de inflación.

A principios de 1976, Argentina estaba experimentando una aguda inflación, una fuerte recesión económica y un serio deterioro de su Balanza de Pagos. Desde marzo de 1976, cuando el nuevo gobierno asumió el poder, la situación ha mejorado. La inflación fue reducida de una tasa anual de más de 900 por ciento a aproximadamente el 120 por ciento y el déficit presupuestario del Gobierno Central disminuyó del equivalente de 13 por ciento al 6 por ciento del Producto Bruto Interno. Simultáneamente, se suprimió la rígida estructura de precios y se liberalizó gradualmente el régimen de cambios. Los mercados cambiarios fueron unificados. Durante el segundo semestre de 1976, la Balanza de Pagos mejoró hasta alcanzar el equilibrio, y durante los primeros siete meses de 1977 se logró un superávit de US$ 886 millones. El programa para el resto de 1977, en apoyo del cual fue aprobado el actual acuerdo de derecho de giro, tiene como objetivo una mayor reducción de la tasa de inflación y la consolidación de la mejora de la balanza de pagos. Está basado en políticas que tienen por objeto producir una nueva reducción del déficit fiscal a menos del 4 por ciento del P. B. I. y la aplicación de políticas cautelosas de ingresos de crédito. La cuota de Argentina en el Fondo equivale a DEG 440 millones. Sus compras netas actuales alcanzan el equivalente de DEG 565,6 millones".

Apêndice B. El modelo de estabilización y su funcionamiento a corto plazo

El desarrollo comentado en el texto se corresponde básicamente con el trabajo presentado por R. Dornbusch en la reunión de la Econometric Society realizado en Buenos Aires en julio de 1980 bajo el título "Inflation stabilisation and capital mobility".

Las ecuaciones que definen el caso analizado son las siguientes:

$y = a\theta - br$

para el mercado de bienes

$i = cy - dx$

para el mercado monetario

$B = f\theta - gy + h\,(i - \dot{e})$

ó $B = f\theta - gy + h\,(r - \dot{\theta})$

para el balance de pagos

donde y: producto interno

θ: tipo real de cambio (precio relativo de bienes comercializables internacionalmente en términos de bienes domésticos)

i: tasa nominal de interés doméstica

x: saldos monetarios reales ($x = m - p$)

B: saldo de balance de pagos

e: tipo de cambio nominal

$\dot{e}$: tasa de devaluación nominal

r: tasa de interés real interna ($r = i - p$)

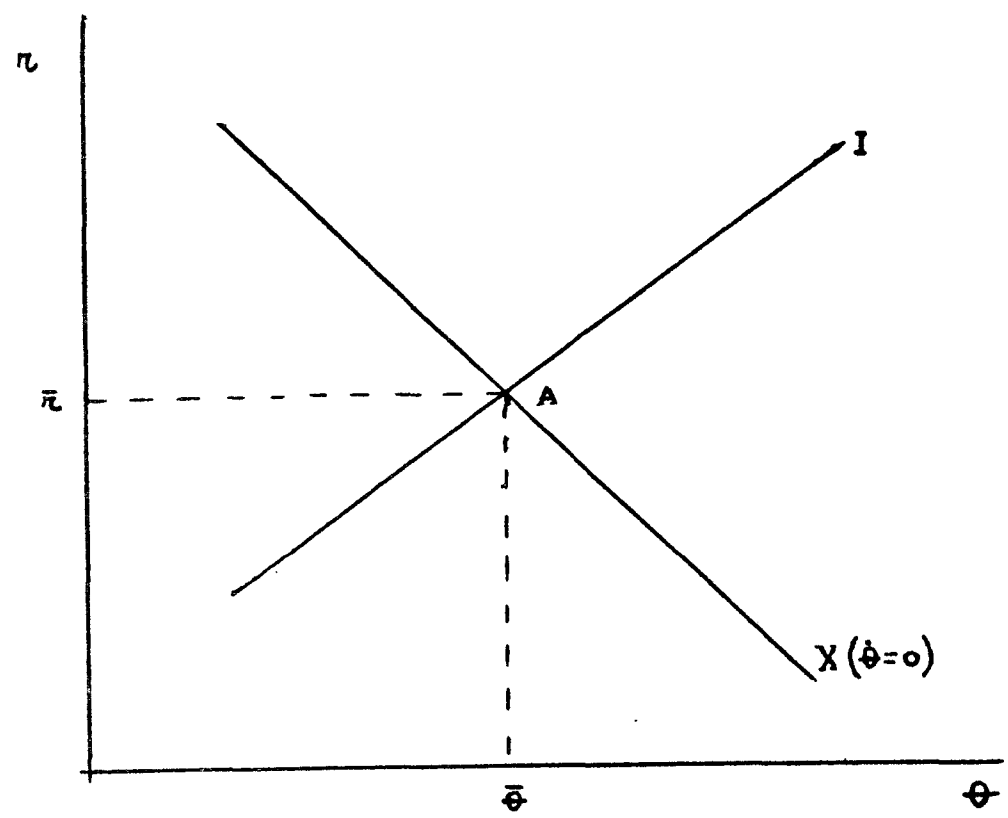
$\dot{\theta}$: tasa de devaluación real ($\dot{\theta} = \dot{e} - \dot{p}$)

Las ecuaciones representan la versión reducida del modelo; en ellas tanto y, θ, x como m y p corresponden a los respectivos logaritmos de los valores originales. La tasa de interés nominal externa, para simplificar el modelo, ha sido igualada a cero. Las ecuaciones para los puntos de equilibrio interno y externo, referidas a la tasa real de interés y el tipo real de cambio son las siguientes:

$$r_I = \frac{1}{b}\left[- y + a\theta\right]$$

$$r_x = \frac{1}{h}\left[B + gy - f\theta + h\dot{\theta}\right]$$

que permiten construir, bajo el supuesto de que θ es un valor razonable y en consecuencia $\dot{\theta} = 0$, el siguiente gráfico:



Para mantener el equilibrio externo todo aumento en la tasa real de interés -que induce entradas de capital- debe ser acompañado de una caída en el tipo real de cambio, o sea una revaluación real -que produce déficit en cuenta corriente- de allí que la pendiente de X sea negativa. Para mantener el equilibrio interno todo aumento en la tasa real de interés -que reduce el volumen de actividad- debe ser acompañada de una devaluación real -que produce expansión en la cuenta corriente, de allí que la pendiente de I sea positiva.

A la derecha de I se ubican las posiciones de exceso de demanda en el mercado interno.

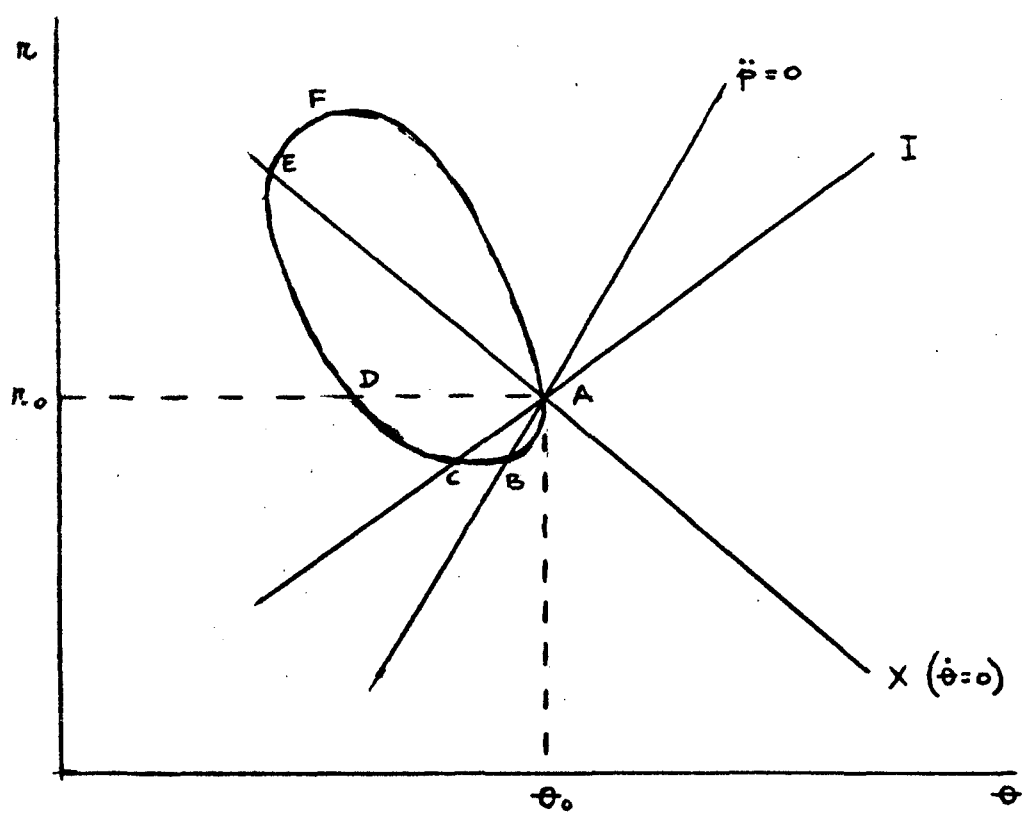
A la derecha de X se ubican las posiciones de superavit en el balance de pagos.

Las ecuaciones para la inflación y los instrumentos de política son las siguientes:

$$\ddot{p} = \nu\,(\dot{e} - \dot{p}) + \mu y$$
$$\ddot{e} = -\kappa\,(\dot{e} - \dot{e}^*)$$

donde $\ddot{p}$ y $\ddot{e}$ son las tasas de desaceleración de la variación de precios y tipo de cambio y $\dot{e}^*$ la tasa objetivo de largo plazo para la variación del tipo de cambio.

Un sendero temporal de ajuste de las variables -cual el discutido en el texto- puede verse en el gráfico siguiente:



La curva $\ddot{p}$ = o se construye despejando $\dot{\theta}$ en la ecuación de balance de pagos, en la que se reemplaza y por su valor en la ecuación de equilibrio en el mercado interno; el resultado es introducido en la ecuación para $\ddot{p}$, recordando que $(\dot{e} - \dot{p}) = \dot{\theta}$ y reemplazando también el valor de equilibrio del ingreso. Para $\ddot{p}$ = o la expresión resultante es:

$$r_{\dot{p}} = - \frac{[a\ (h\mu - \vartheta g) + \vartheta f]\Theta + \vartheta B}{b\ (\vartheta g - h\mu) + \vartheta h}$$

la que será positiva si $\vartheta g \gg h\mu$

Los puntos B, C, D, E y F representan distintas posiciones de la intersección de las curvas de equilibrio interno y externo en diversas instancias del proceso de reajuste.

Entre A y B se ha iniciado el proceso de revaluación real, los precios no sólo no decaen sino que se aceleran, la tasa real de interés tiende a caer, entran capitales externos y el ingreso real se incrementa.

Entre B y C sigue operando la revaluación, los precios comienzan a desacelerarse, se insinúa el deterioro de la cuenta corriente, desaparece el exceso de demanda, la tasa real de interés deja de caer.

Entre C y D continúa la revaluación y la caída de reservas, inducida por el déficit en cuenta corriente (los efectos de precios son mayores que los del ingreso sobre las exportaciones netas) es compensada por una entrada de capitales estimulada por el aumento en la tasa de interés.

Entre D y E continúa la revaluación, si bien la caída en el ingreso por la suba de la tasa de interés permite volver al equilibrio en el balance de pagos y ayuda a desacelerar la tasa de inflación.

Entre E y F la tasa de crecimiento de precios -debido al efecto ingreso- cae por debajo de la pauta de devaluación nominal, con lo que finaliza la revaluación real y comienza a mejorar la cuenta corriente y el saldo del balance de pagos; se detiene la caída en el ingreso real.

Entre F y A hay superavit en cuenta corriente y cuenta capital, lo que induce una caída en la tasa de interés real. El aumento en el ingreso implica una aceleración en la tasa de inflación por encima de la pauta cambiaria, que puede haberse anulado y así se converge a la situación real inicial, con una tasa de inflación menor.

Apéndice C. Las estimaciones sobre el nivel y la variación del tipo de cambio real

El tipo de cambio real es una variable central en el análisis de la política económica bajo cualquier circunstancia pero asume un papel aún más significativo cuando se pretende llevar adelante una transformación en las relaciones económicas de una nación con el resto del mundo, particularmente cuando se intenta pasar de esquemas relativamente cerrados a otros más abiertos y más aún cuando la elección de su nivel y tasa de variación es parte de la política activa de las autoridades económicas.

Pocos temas han sido discutidos con mayor énfasis que este en Argentina durante los últimos años, resultado básicamente de la tremenda variabilidad que su nivel de referencia ha mostrado a lo largo del período del ministerio de Martínez de Hoz. En oposición de lo que cabe esperar como reglas de funcionamiento de un esquema de relaciones internacionales más abiertas, donde la estabilidad y crecimiento de la economía dependen crucialmente de la habilidad para conducir la política económica sobre estrechas bandas de variación para los parámetros que definen su comercio con el exterior y el movimiento internacional de capitales -el tipo de cambio real y la tasa de interés real- la amplitud de las variaciones observadas en ambas durante esta gestión no conocen precedentes en conducciones anteriores del ministerio.

Para facilitar la comprensión de las discusiones presentamos aquí datos referidos a dos enfoques clásicos de cálculo del tipo de cambio real. En primer lugar recordamos aquéllos de mayor tradición

como elemento de referencia en los que se observa la marcha relativa de los precios internos y externos, cociente que al ser asociado con el tipo de cambio nominal vigente en un momento determinado (en el que se suponen ciertas condiciones particulares de equilibrio) o con algún tipo de "paridad teórica" calculado conforme a estudios que comparan precios específicos en algún momento del tiempo, permite evaluar con cierta aproximación el grado de sobre o subvaluación de la cotización nominal vigente a un momento determinado. En segundo lugar incluimos cálculos más recientes basados en modelos de regresión que, definiendo al tipo de cambio real como la relación entre el precio de los bienes comercializables y los no comercializables, tratan de determinar su nivel de equilibrio y eventual desplazamiento temporal, así como el posible atraso o adelanto, a través de la comparación entre los valores estimados por los modelos y aquellos efectivamente registrados.

1. La comparación de precios

Estos datos corresponden a la metodología clásica de evaluar la marcha de precios relativos entre Argentina y Estados Unidos. Se ha utilizado como base de referencia a dos investigaciones sobre tipos de cambio de paridad teórica determinados en función de comparaciones directas de precios: los trabajos de CEPAL (Braithwaite) para 1960 y los de ECIEL (Salazar-Carrillo) para 1970. Como se desprende claramente del cuadro 1 la diferencia entre ellos, una vez aceptada la validez del método de interpolación, muestra que entre 1970 y 1960 habría indicios de lo que sería luego eje central de la discusión reciente: el tipo de cambio real de equilibrio se habría revaluado entre esos dos períodos en algo menos del 10 %. Las tasas de cambio de paridad allí cal

culadas son extrapoladas conforme a los índices de precios relativos mencionados y luego comparadas con los tipos de cambio nominales vigentes en cada momento que se presentan en el cuadro 2. Los cocientes presentados en el cuadro 3 ubican a los tipos nominales en el numerador, de donde los valores superiores a la unidad registran el exceso del tipo de mercado sobre la paridad teórica (53 % conforme a Braithwaite para 1960, 60 % según Salazar en 1970). Los valores cercanos a la unidad registrados en 1979 e inferiores a ella para 1980 y principios de 1981 están indicando entonces una sobrevaluación absoluta aún con respecto a esos cálculos. En el gráfico 1 puede apreciarse la relación que este tipo de indicadores tiene con referencia al promedio que comprende los veinte años desde 1960 hasta 1980 y en el gráfico 2 se presentan los resultados trimestrales desde 1976 en adelante comparados con ese promedio y con el correspondiente al último quinquenio, los que son prácticamente coincidentes.

2. La estimación de Rodríguez y Sjaastad

Estos autores plantean un modelo simple que entienden representativo de los elementos esenciales para el estudio del tema del atraso cambiario. El planteo se basa en dos precios relativos medidos en moneda local: el de los importables en términos de exportables (Pm/Px) y el de los no comerciados internacionalmente en términos de los bienes exportables (Ph/Px). La afirmación fundamental del modelo es que (Pm/Px) puede suponerse independiente del tipo de cambio, por cuanto una devaluación aumentaría el valor en pesos de ambos productos y no alteraría su precio relativo. En cambio, al no afectar directamente el precio en pesos de los bienes no comerciados, el tipo de cambio puede alterar, al menos en el corto plazo, el precio relativo de di-

chos bienes en términos de cualquiera de los bienes comerciados (exportables o importables). El modelo predice el valor de equilibrio para (Ph/Px) dado el valor de (Pm/Px); si la predicción es menor al valor real puede concluirse que Ph está muy alto, o lo que es lo mismo, que el tipo de cambio está muy bajo. Se obtiene así, al decir de los autores, "una estimación rigurosa de la posible desviación del tipo real de cambio con respecto a su valor de equilibrio" (Rodríguez y Sjaastad, 1979).

Acotando la validez de los resultados por problemas que hacen tanto a los datos básicos como a cuestiones estrictamente asociadas con la metodología de la estimación, presentan dos ecuaciones que corresponden a una versión logarítmica de los índices y a sus primeras diferencias.

Los resultados, computados con datos trimestrales de componentes del índice de precios mayoristas desde 1955 a 1977 son los siguientes:

1) $\ln\left(\frac{PMN}{PMA}\right) = \underset{(-0,75)}{-0,044617} + \underset{(7,42)}{0,4119842} \ln\left(\frac{PMI}{PMA}\right)$ $\quad R^2 = .824 \quad dw = 1,48$

2) $\Delta \ln\left(\frac{PMN}{PMA}\right) = -0,002 + 0,494051 \; \Delta \ln\left(\frac{PMI}{PMA}\right)$ $\quad \bar{R}^2 = .43 \quad dw = 1,88$

(los valores entre paréntesis corresponden al estadístico t)

PMN precios mayoristas nacionales no agropecuarios, o sea industriales a los que se asume representativos de los no comerciados.

PMA precios mayoristas agropecuarios nacionales (corresponden a los exportables)

PMI precios mayoristas importados (importables)

En base a estas ecuaciones y tomando a los valores predichos como los valores de equilibrio a largo plazo para el precio relativo de los productos no comerciados, obtienen por diferencia con los valores reales una medida del atraso o adelanto cambiario para el año 1978 y primer trimestre de 1979. De ella deducen que, contrariamente a versiones ampliamente divulgadas, el año 1978 en promedio no parece haber sido de atraso cambiario sino más bien de equilibrio. En el cuadro 4 presentamos las estimaciones de Rodríguez y Sjaastad que corresponden a la ecuación en diferencias logarítmicas y los resultados de una estimación adicional efectuada por nosotros, basada en la ecuación en los logaritmos de los valores originales, que cubre los años 1970 a 1980 a nivel anual y trimestral desde 1975 en adelante. Los datos son terminantes en cuanto a que bajo la gestión del doctor Martínez de Hoz se registran los valores extremos de la serie: el período observado de mayor subvaluación del peso corresponde al segundo trimestre de 1977 -cuando se produce la Reforma Financiera y se libera la tasa de interés- en tanto que la mayor sobrevaluación ocurre en el último período observado, el que corresponde al primer trimestre de 1981.

3. Las estimaciones de Cavallo.

En el trabajo "El saldo del balance comercial y el tipo de cambio real" el autor se propone investigar en forma empírica la relación entre la balanza comercial y el tipo de cambio real, definiendo también el tipo de cambio real como el precio relativo de los bienes comercializados con respecto al de los no comercializados (ver Cavallo 1980). El modelo utilizado trata de explicar el saldo de la balanza comercial como una función del tipo de cambio real y de un conjunto de

variables exógenas plausibles, recurriendo a una variada y compleja serie de estimaciones por mínimos cuadrados ordinarios, que permiten al autor presentar también comparaciones entre el tipo de cambio real observado y aquél que hubiera mantenido en equilibrio a la balanza comercial

Los cálculos se apoyan en la siguiente ecuación:

Constante	$\left(\frac{2(X-M)}{X+M}\right)_{-1}$	log (R)	$\log(\frac{P_x^e}{P_m^e})_{-2}$	log(1-tx)	log(1+tm)	$\log(\frac{PBI}{PCB})$	$\frac{\Delta CI}{M_3} - \pi$
- 1.113 (1.42)	.502 (4.11)	.585 (2.52)	- .203 (1.78)	.103 (.47)	.139 (.81)	- .634 (1.49)	- .206 (1.36)

Coeficiente de largo plazo de log (R)	Coeficiente de largo plazo de $\frac{\Delta CI}{M_3} - \pi$	D.W.	R^2
1.17	- .414	2.04	.76

a través de la cual se explica a $\frac{2\ (X-M)}{X + M}$ estimada con datos trimestrales desde 1971 a 1979

donde X exportaciones de bienes y servicios a precios corrientes

M importaciones de bienes y servicios a precios corrientes

R tipo de cambio real

P_x^e, P_m^e índice de precios de exportaciones e importaciones en dólares

tx impuesto promedio sobre exportaciones

tm arancel promedio sobre importaciones

$\frac{PBI}{PBO}$ producto interno a costo de factores "per capita"

$\frac{\Delta CI}{M_3} - \pi$ tasa de expansión del crédito interno real

y permiten, en tanto se acepte a estos resultados como razonables esti

madores del tipo de equilibrio, cuantificar el rezago cambiario. Los datos, leídos de una presentación gráfica del trabajo original muestran que durante 1976, 1977 y mediados de 1978 el tipo de cambio real estuvo muy por arriba del nivel que hubiera asegurado un saldo nulo de la balanza comercial, en tanto que el rezago sería del orden del 7, 10 y 20 % en los tres últimos trimestres de 1979.

En el gráfico 3, por último, presentamos una comparación del adelanto o atraso cambiario calculado con los tres métodos comentados. Los datos dejan pocas dudas sobre tres aspectos centrales, el adelanto inicial mantenido hasta la reforma financiera, la revaluación real como proceso permanente desde 1977 y la notable variabilidad de la política observada a lo largo de los cinco años de la gestión del doctor Martínez de Hoz.

Cuadro 1

Tasas de cambio de paridad

($ por u$s)

Período	Tasas de paridad del poder de compra (TPPC) 1/	2/	Paridad real CEPAL 3/
1960	0,512	0,512	0,54
1961	0,559	0,566	0,59
1962	0,727	0,720	0,71
1963	0,938	0,912	0,94
1964	1,189	1,139	1,17
1965	1,442	1,473	1,47
1966	1,677	1,720	1,76
1967	1,975	1,999	2,11
1968	2,113	2,134	2,23
1969	2,153	2,169	2,32
1970	2,3686	2,3686	2,46
1971	3,217	3,122	3,18
1972	5,419	5,050	5,00
1973	7,165	7,245	7,42
1974	7,184	7,350	7,44
1975	18,975	20,344	19,65
1976	106,15	108,82	109,93
I	55,29	57,84	57,26
II	99,98	107,81	103,54
III	121,15	122,64	125,47
IV	146,45	145,10	151,66
1977	251,84	251,33	260,81
I	183,76	183,51	190,30
II	209,19	208,40	216,64
III	264,05	260,45	273,45
IV	347,12	349,16	359,47
1978	588,78	600,94	609,74
I	421,94	434,29	436,96
II	521,62	539,91	540,19
III	621,77	636,60	643,90
IV	778,30	782,31	806,00
1979	1.322,77	1.349,28	1.369,24
I	959,28	992,49	793,41
II	1.168,07	1.206,81	1.209,66
III	1.497,76	1.495,29	1.551,06
IV	1.627,13	1.657,84	1.685,03
1980	2.033,89	2.096,30	2.112,37
I	1.734,20	1.772,07	1.801,12
II	1.945,91	1.970,70	2.021,00
III	2.127,30	2.178,32	2.209,39
IV	2.305,08	2.441,08	2.394,03
1981	3.909,46	4.023,53	4.060,32
I	2.446,78	2.622,55	2.541,20
II	3.154,08	3.316,82	3.275,79
III	4.394,80	4.493,28	4.564,38
IV	5.590,26	5.582,84	5.805,97

1/ Calculado a partir de la tasa de paridad de poder de compra para el PBI en el año 1970, de Jorge Salazar-Carrillo, Real Product and Price Comparisons for Latin American and Other World Countries, ECIEL, (mimeo) y actualizado a través del índice de precios mayoristas nacionales (Argentina) y del índice de precios mayoristas, nivel general (EE.UU.).

2/ Ibidem, actualizada a través del índice de precios mayoristas nacionales no agropecuarios (Argentina) y del índice de precios industriales (EE.UU.).

3/ La paridad dada por la CEPAL para el año 1960 (Boletín Económico de América Latina, Vol. XII, Nº 2, octubre de 1967) se actualizó a través de los índices de precios implícitos en el producto bruto (Argentina-EE. UU.) para el período 1960-1973. Fuente: Organización Techint, Boletín Informativo, Nº 200.
Posteriormente se actualizó el índice de precios mayoristas nacionales (Argentina) y el índice de precios mayoristas, nivel general (EE.UU.).

Cuadro 2

Tipos de cambio

($ por u$s)

Período	Mercado Oficial*			Exportaciones no tradicionales
	Importaciones	Exportaciones	Transferencias financieras	
1960	0,8280	0,8280	0,8280	-
1961	0,8313	0,8313	0,8288	-
1962	1,1598	1,1598	1,1595	-
1963	1,3861	1,3861	1,3861	-
1964	1,4100	1,4100	1,4102	-
1965	1,7162	1,7162	1,7162	-
1966	2,0935	2,0935	2,0935	-
1967	3,3350	3,3350	3,3350	-
1968	3,5000	3,5000	3,5000	-
1969	3,5000	3,5000	3,5000	-
1970	3,7917	3,7917	3,7917	-
1971	4,6981	4,6981	5,4175	4,79
1972	8,1302	8,1302	9,8792	8,20
1973	8,6704	8,6704	9,9800	9,77
1974	8,6704	8,6704	9,9800	9,95
1975	27,9647	27,7205	40,9692	31,63
1976	193,65	187,36	218,76	201,91
I	93,50	97,64	113,21	116,71
II	189,55	187,11	248,00	187,11
III	227,19	214,25	249,50	244,50
IV	264,33	250,42	264,33	259,33
1977	423,13	423,13	423,13	-
I	324,17	324,17	324,17	-
II	375,67	375,67	375,67	-
III	439,17	439,17	439,17	-
IV	553,50	553,50	553,50	-
1978	808,29	808,29	808,29	-
I	677,83	677,83	677,83	-
II	769,50	769,50	769,50	-
III	830,50	830,50	830,50	-
IV	955,33	955,33	955,33	-
1979	1.333,92	1.333,92	1.333,92	-
I	1.099,50	1.099,50	1.099,50	-
II	1.256,83	1.256,83	1.256,83	-
III	1.414,50	1.414,50	1.414,50	-
IV	1.564,83	1.564,83	1.564,83	-
1980	1.852,1	1.852,1	1.852,1	-
I	1.705,2	1.705,2	1.705,2	-
II	1.820,5	1.820,5	1.820,5	-
III	1.909,5	1.909,5	1.909,5	-
IV	1.973,0	1.973,0	1.973,0	-
1981	4.751,7	4.751,7	5.969,0	-
I	2.219,7	2.219,7	2.219,7	-
II	3.623,0	3.623,0	4.348,0	-
III	5.340,3	5.340,3	7.391,7	-
IV	7.823,7	7.823,7	9.916,7	

* Los promedios anuales y trimestrales fueron calculados sobre la base de las cotizaciones correspondientes a fin de cada mes.

Fuente: Organización Techint, Boletín Informativo, varios números.

Cuadro 3

Tipo de cambio real

Valores de relación entre los tipos de cambio nominales y las tasas de cambio de paridad

Período	TCTF / TPPC 1	TCE / TPPC 1	TCM / TPPC1	TCM / TPPC 2	TCTF / PR
1960	1,62	1,62	1,62	1,62	1,53
1961	1,48	1,49	1,49	1,47	1,40
1962	1,59	1,60	1,60	1,61	1,63
1963	1,48	1,48	1,48	1,52	1,47
1964	1,19	1,19	1,19	1,24	1,21
1965	1,19	1,19	1,19	1,17	1,17
1966	1,25	1,25	1,25	1,22	1,19
1967	1,69	1,69	1.69	1,67	1,58
1968	1,66	1,66	1,66	1,64	1,57
1969	1,63	1,63	1,63	1,61	1,51
1970	1,60	1,60	1,60	1,60	1,54
1971	1,68	1,46	1,46	1,50	1,70
1972	1,82	1,50	1,50	1,61	1,98
1973	1,39	1,21	1,21	1,20	1,35
1974	1,39	1,21	1,21	1,18	1,34
1975	2,16	1,46	1,47	1,37	2,08
1976	2,06	1,77	1,82	1,78	1,99
I	2,05	1,77	1,69	1,62	1,98
II	2,35	1,87	1,90	1,76	2,40
III	2,06	1,77	1,88	1,85	1,99
IV	1,80	1,71	1,80	1,82	1,74
1977	1,68	1,68	1,68	1,68	1,62
I	1,76	1,76	1,76	1,77	1,70
II	1,80	1,80	1,80	1,80	1,73
III	1,66	1,66	1,66	1,69	1,61
IV	1,59	1,59	1,59	1,59	1,54
1978	1,37	1,37	1,37	1,35	1,33
I	1,61	1,61	1,61	1,56	1,55
II	1,48	1,48	1,48	1,43	1,42
III	1,34	1,34	1,34	1,30	1,29
IV	1,23	1,23	1,23	1,22	1,19
1979	1,01	1,01	1,01	0,99	0,97
I	1,15	1,15	1,15	1,11	1,11
II	1,08	1,08	1,08	1,04	1,04
III	0,94	0,94	0,96	0,95	0,91
IV	0,96	0,96	0,96	0,94	0,93
1980	0,91	0,91	0,91	0,88	0,88
I	0,98	0,98	0,98	0,96	0,95
II	0,94	0,94	0,94	0,92	0,90
III	0,90	0,90	0,90	0,88	0,86
IV	0,86	0,86	0,86	0,81	0,82
1981	1,53	1,22	1,22	1,18	1,47
I	0,91	0,91	0,91	0,85	0,87
II	1,38	1,15	1,15	1,09	1,33
III	1,68	1,22	1,22	1,19	1,62
IV	1,77	1,40	1,40	1,40	1,71

Fuente: Elaborado en base a los Cuadros 1 y 2.

TCTF : tipo de cambio para transferencias financieras.

TCE : tipo de cambio para exportaciones.

TCM : tipo de cambio para importaciones.

TPPC 1: tasa de paridad de poder de compra con base en el cálculo de ECIEI para 1970 y niveles generales de los índices de precios mayoristas en Argentina y Estados Unidos.

TPPC 2: id. anterior pero utilizando precios industriales.

PR : paridad real calculada por CEPAI para 1960 actualizada por índices de precios globales.

Cuadro 4

El atraso cambiario

Períodos	PMN/PMA (reales)	PMI/PMA (reales)	PMN/PMA (estimado)	Atraso (+) o Adelanto (-)	Estimación Rodríguez Sjaastad
	(1)	(2)	(3)	(4)	
1970	.980	.950	.936	4,7	
1971	.789	.789	.867	- 9,0	
1972	.776	.812	.878	- 11,6	
1973	.835	.928	.927	- 9,9	
1974	.940	1,155	1,015	- 7,4	
1975	1,184	1,685	1,186	- 0,1	
I	1,049	1,150	1,013	+ 3,5	
II	1,170	1,434	1,109	+ 5,5	
III	1,338	1,915	1,250	+ 7,0	
IV	1,130	1,794	1,217	- 7,1	
1976	1,071	2,117	1,303	- 17,8	
I	1,132	2,448	1,383	- 18,1	
II	1,268	2,799	1,460	- 13,2	
III	1,024	1,990	1,270	- 19,4	
IV	0,978	1,728	1,198	- 18,4	
1977	1,003	1,816	1,223	- 18,0	
I	0,953	1,736	1,200	- 20,6	
II	0,967	2,046	1,284	- 24,7	
III	0,982	1,829	1,226	- 19,9	
IV	1,048	1,667	1,180	- 11,2	
1978	1,065	1,322	1,073	- 0,7	
I	1,117	1,651	1,176	- 5,0	- 6,0
II	1,106	1,474	1,122	- 1,4	- 2,3
III	1,076	1,295	1,064	+ 1,1	+ 1,9
IV	1,021	1,110	0,998	+ 2,3	+ 3,6
1979	1,077	1,018	0,963	+ 11,8	
I	1,093	1,068	0,983	+ 11,2	+ 10,3
II	1,107	1,079	0,987	+ 12,2	
III	1,011	0,934	0,930	+ 8,7	
IV	1,110	1,025	0,966	+ 14,9	
1980	1,192	1,089	0,991	+ 20,3	
I	1,166	1,104	0,996	+ 17,1	
II	1,148	1,055	0,978	+ 17,4	
III	1,140	1,034	0,970	+ 17,6	
IV	1,304	1,164	1,018	+ 28,1	
1981	1,304	1,447	1,114	+ 17,1	
I	1,443	1,333	1,077	+ 34,0	

Fuentes y métodos:

Columnas 1 y 2 datos del Indice de Precios Mayoristas del INDEC base 1960 = 100.

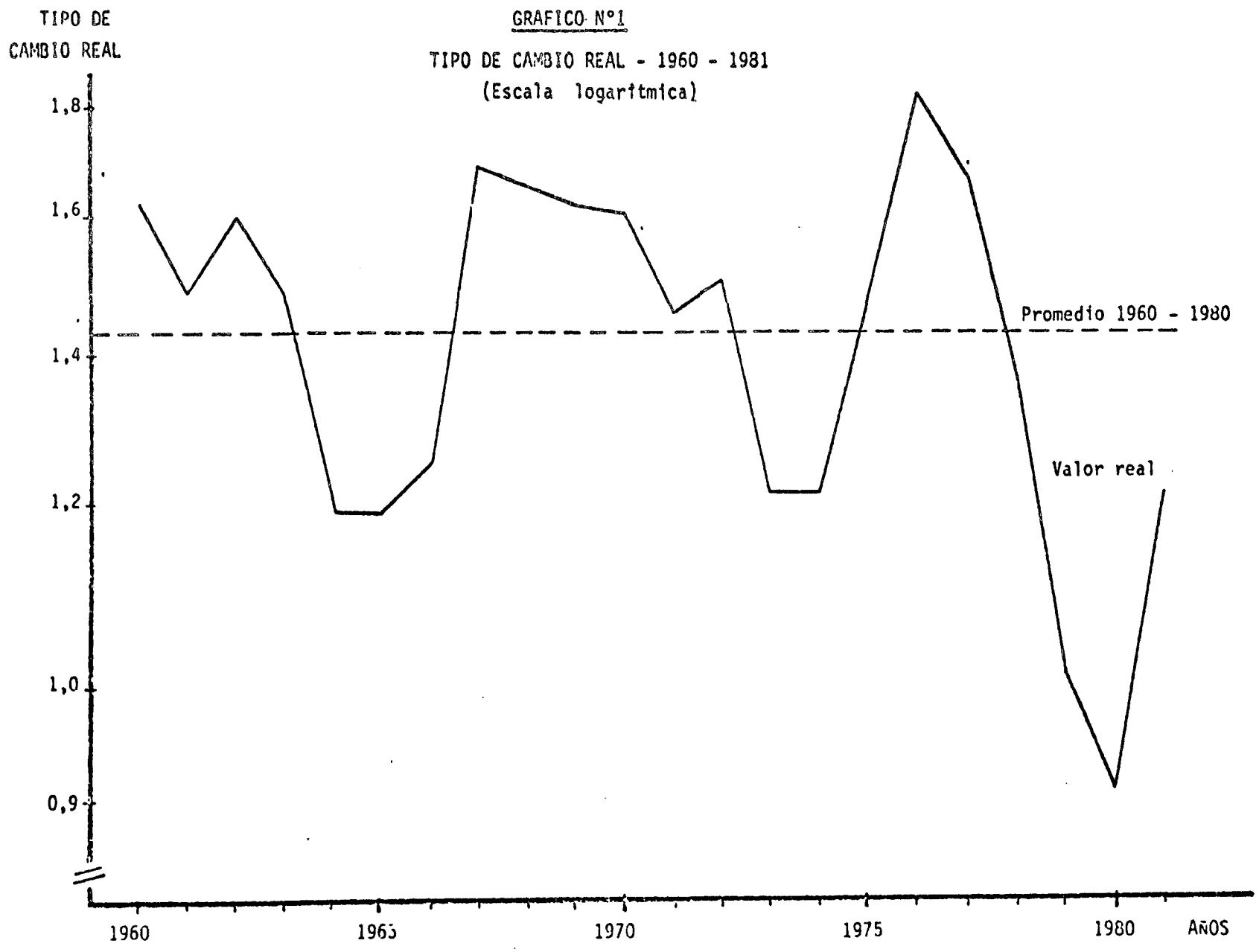
PMN precios mayoristas nacionales no agropecuarios (industriales).
PMA precios mayoristas agropecuarios nacionales.
PMI precios mayoristas importados.

Columna 3, estimaciones basadas en la ecuación 1 del texto sin introducir ajuste estacional en la variable independiente.

Columna 4 = $\frac{1 - 3}{3}$ x 100.

GRAFICO N°1

TIPO DE CAMBIO REAL - 1960 - 1981
(Escala logarítmica)



FUENTE: Cuadro 3, columna 3.

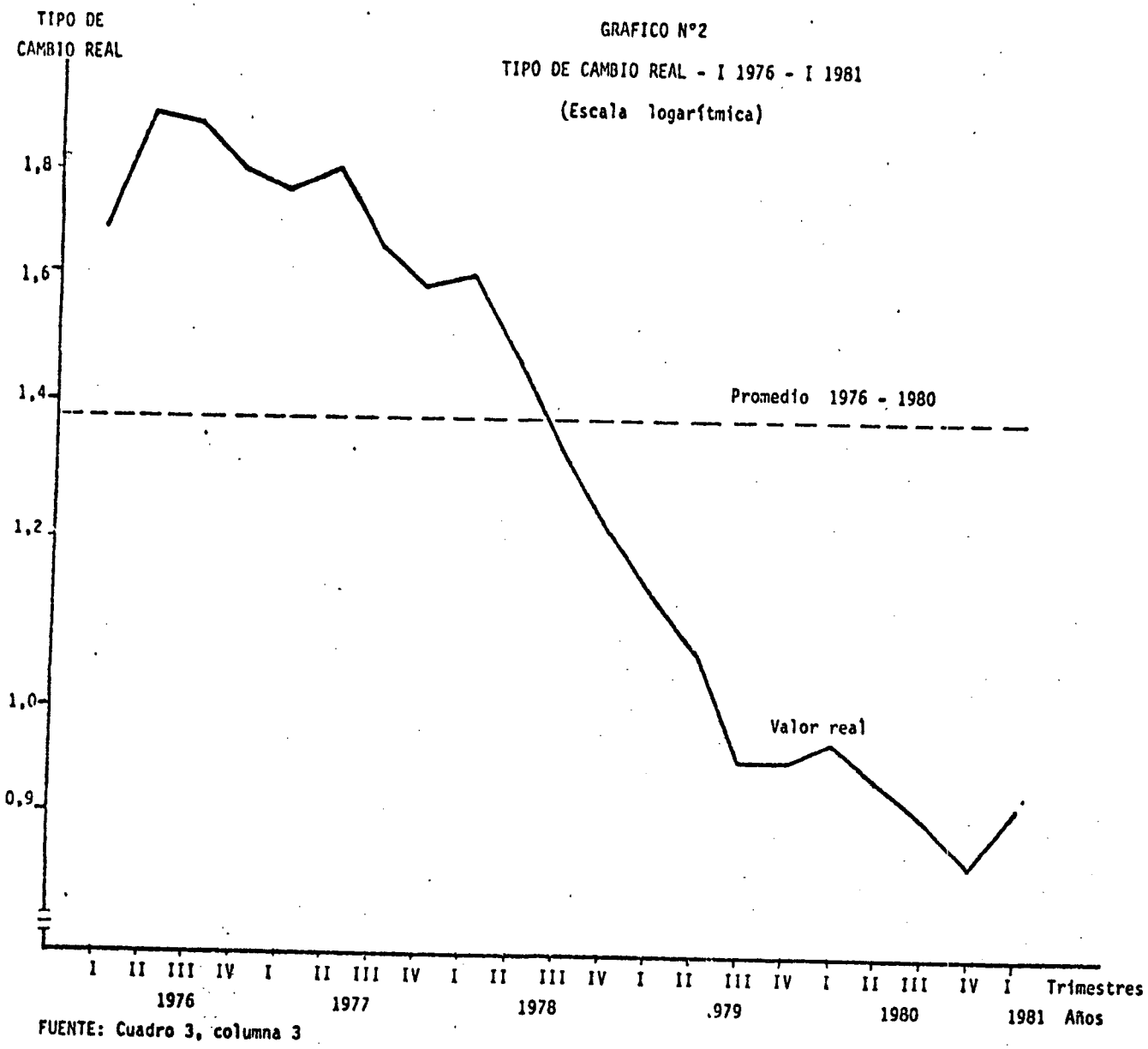


GRAFICO N°2

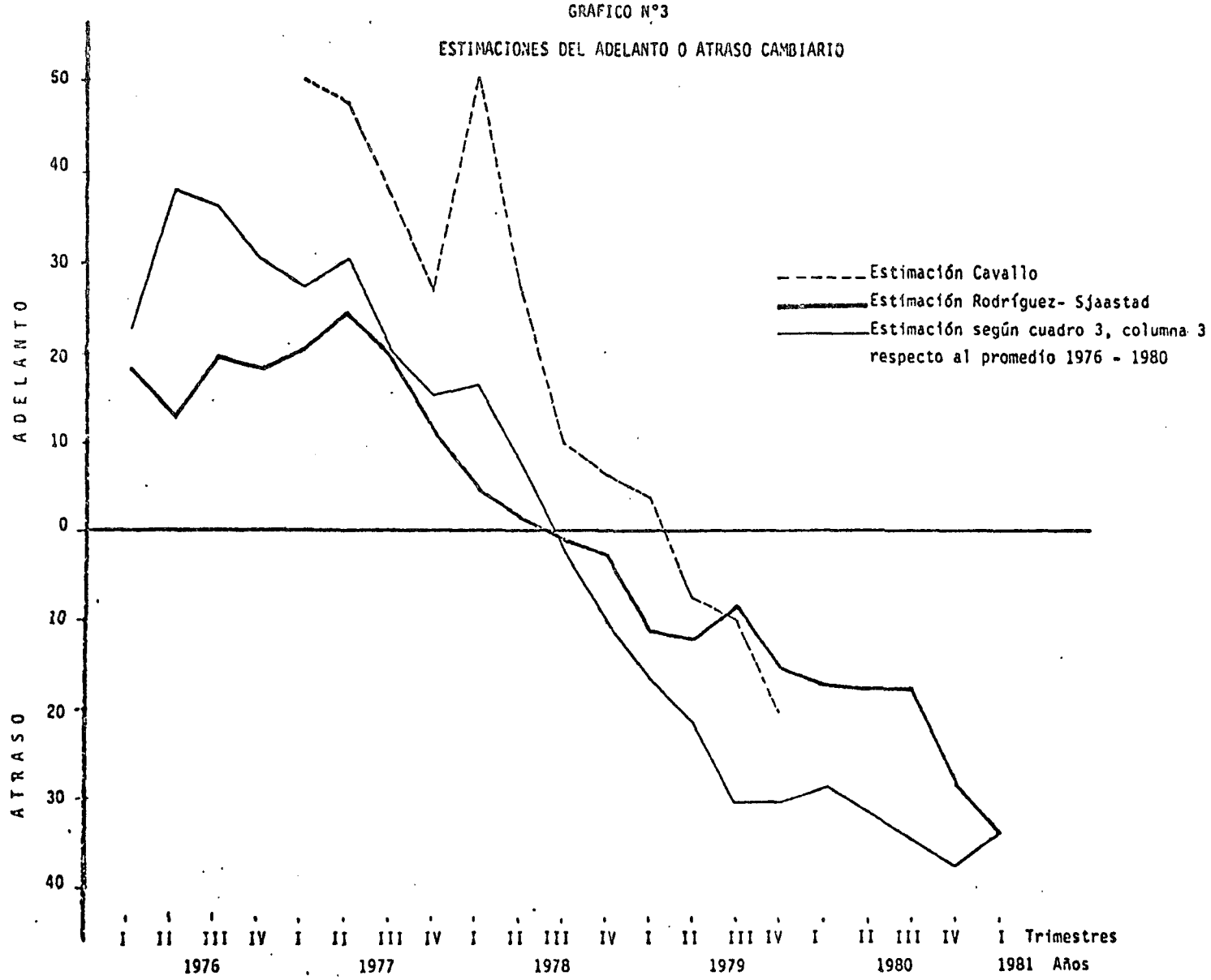
TIPO DE CAMBIO REAL - I 1976 - I 1981

(Escala logarítmica)

FUENTE: Cuadro 3, columna 3

GRAFICO N°3

ESTIMACIONES DEL ADELANTO O ATRASO CAMBIARIO



D. Estadísticas básicas

Cuadro I.1

I.1

PRINCIPALES COMPONENTES DE LA OFERTA Y DEMANDA GLOBAL

Valores absolutos en millones de pesos a precios de 1960 y variaciones porcentuales sobre igual período del año anterior

	Producto bruto Costo de factores		Consumo total		Inversión bruta		Importaciones		Exportaciones		Producto industrial		Producto agropecuario		Producto servicios	
	Valores	%	Valores	%	Valores	%	Valores	%	Valores	%	Valores	%	Valores	%	Valores	%
1965	11.457,8	+ 9,1	9.934,6	+ 0,2	2.431,3	+ 7,3	1.164,6	- 1,1	1.342,2	+ 9,8	3.882,1	+ 13,8	1.834,9	+ 5,9	5.215,9	+ 7,6
1966	11.529,6	+ 0,6	10.015,9	+ 0,8	2.256,6	- 7,8	1.122,1	- 3,6	1.474,2	+ 9,8	3.907,7	+ 0,7	1.766,3	- 3,7	5.298,9	+ 1,6
1967	11.840,7	+ 2,7	10.268,1	+ 2,5	2.358,2	+ 4,5	1.125,2	+ 0,3	1.456,7	- 1,2	3.966,9	+ 1,5	1.842,1	+ 4,3	5.404,9	+ 2,0
1968	12.345,1	+ 4,3	10.665,8	+ 3,9	2.608,7	+ 10,6	1.195,9	+ 6,3	1.436,0	- 1,4	4.224,7	+ 6,5	1.742,1	- 5,4	5.648,7	+ 4,5
1969	13.403,7	+ 8,6	11.310,4	+ 6,0	3.168,2	+ 21,4	1.476,5	+23,5	1.667,6	+ 16,1	4.682,4	+ 10,8	1.837,6	+ 5,5	6.004,3	+ 6,8
1970	14.121,3	+ 5,4	11.741,5	+ 3,8	3.401,4	+ 7,4	1.472,0	- 0,3	1.728,4	+ 7,2	4.977,9	+ 6,3	1.940,6	+ 5,6	6.279,7	+ 4,1
1971	14.786,0	+ 4,7	12.053,9	+ 6,9	4.132,4	+ 21,5	1.581,9	+ 7,5	1.677,9	- 11,8	5.458,5	+ 9,7	1.717,9	- 11,5	6.556,8	+ 4,5
1972	15.347,8	+ 3,8	13.569,8	+ 4,3	4.185,8	+ 1,3	1.439,0	- 9,0	1.582,6	- 6,0	5.783,9	+ 6,0	1.741,0	+ 1,3	6.778,7	+ 3,4
1973	16.070,0	+ 4,7	13.346,3	+ 6,2	3.999,3	- 4,5	1.328,2	- 7,8	1.572,0	+ 6,0	6.151,6	+ 6,4	1.918,9	+ 10,2	7.053,0	+ 4,2
1974	17.033,8	+ 6,1	14.445,0	+ 8,2	4.177,7	+ 4,6	1.525,3	+14,3	1.567,6	- 0,3	6.826,0	+ 6,1	2.003,4	+ 4,4	7.829,0	+ 6,6
1975	16.905,8	- 0,9	14.720,8	+ 1,9	4.088,9	- 2,1	1.601,6	+ 5,0	1.294,7	- 17,4	6.342,0	- 2,8	1.973,0	- 1,5	7.568,9	+ 0,8
X	16.333,7	+ 3,8	14.984,4	+11,2	3.713,8	+ 1,3	1.707,3	+47,8	1.086,5	- 23,6	5.919,9	+ 2,9	1.863,0	- 0,7	7.569,8	+ 6,0
XI	17.610,4	+ 1,3	13.525,8	+ 5,9	4.121,1	- 0,9	1.726,7	+25,3	1.354,6	- 14,7	6.783,3	+ 1,4	2.123,0	- 4,9	7.770,8	+ 3,1
XII	18.689,5	- 2,8	14.462,7	- 2,2	3.966,4	- 3,2	1.536,3	+ 1,8	1.374,1	- 4,0	6.276,8	- 6,6	2.076,4	+ 0,3	7.399,1	- 1,6
IV	16.887,0	- 5,1	14.010,5	- 3,3	4.554,2	- 5,2	1.355,9	-32,4	1.383,7	- 25,3	6.391,4	- 8,9	1.826,4	- 0,3	7.535,7	- 4,8
1976	16.616,3	- 1,7	13.290,0	- 9,7	4.299,4	+ 5,1	1.223,1	-23,6	1.820,6	+ 40,6	6.058,9	- 4,6	2.051,9	+ 4,0	7.389,0	- 2,4
I	16.791,2	- 3,3	13.465,1	- 0,5	3.659,4	- 1,5	1.142,6	-36,1	1.301,7	+ 22,1	5.520,5	- 6,7	2.020,3	+ 0,3	7.240,2	- 4,4
II	16.070,0	- 3,6	13.544,9	-12,8	4.341,8	+ 8,4	1.088,0	-37,0	1.775,0	+ 31,0	6.354,0	- 6,3	2.114,6	- 0,4	7.364,1	- 5,2
III	16.774,3	+ 0,5	13.200,0	- 8,7	4.535,6	+ 14,4	1.370,3	-10,8	1.994,3	+ 45,1	6.096,9	- 2,9	2.139,3	+ 3,0	7.407,9	+ 0,1
IV	16.830,5	- 0,3	12.949,8	- 7,6	4.660,6	+ 2,3	1.291,4	- 4,8	2.211,6	+ 59,8	6.264,2	- 2,0	1.933,3	+ 5,8	7.544,0	+ 0,1
1977	17.437,4	+ 4,9	12.875,0	- 3,0	4.996,3	+ 16,2	1.529,4	+26,8	2.743,5	+ 50,7	6.313,7	+ 4,2	2.077,4	+ 1,2	7.779,8	+ 5,3
I	16.011,9	+ 1,4	12.010,1	-10,8	4.349,0	+ 18,8	1.372,5	+20,1	2.538,6	+ 95,0	5.513,1	- 0,1	1.987,3	- 1,6	7.361,3	- 1,7
II	17.946,7	+ 5,8	12.732,1	- 6,0	5.266,0	+ 21,3	1.648,5	+42,3	3.193,8	+ 79,9	6.502,5	+ 2,3	2.306,7	+ 9,1	7.808,7	+ 6,0
III	18.181,6	+ 8,4	13.128,1	- 0,5	5.505,8	+ 21,4	1.677,8	+18,8	2.893,8	+ 45,1	6.729,0	+ 10,4	2.142,6	+ 0,2	8.027,6	+ 8,4
IV	17.603,3	+ 4,0	13.629,7	+ 5,8	4.864,3	+ 4,4	1.568,9	+28,3	2.348,5	+ 6,2	6.510,3	+ 3,9	1.873,1	- 3,1	7.921,7	+ 5,0
1978	16.838,3	- 3,4	12.395,3	- 3,7	4.476,0	- 10,4	1.335,8	-12,7	2.894,3	+ 5,5	5.812,0	- 7,9	2.113,5	+ 1,7	7.637,6	- 1,8
I	15.429,6	- 3,6	11.014,9	- 0,8	3.761,4	- 13,5	1.283,9	- 6,5	2.495,5	- 1,7	4.878,0	- 11,5	2.062,5	+ 3,8	7.233,1	- 1,7
II	17.163,1	- 4,4	12.027,0	- 5,5	4.790,2	- 8,0	1.284,8	-17,0	3.252,7	+ 1,9	5.935,9	- 8,7	2.324,4	+ 0,8	7.619,5	- 2,4
III	17,290,3	- 4,9	12.287,5	- 6,4	4.576,6	- 16,9	1.400,8	-13,9	3.461,2	+ 19,6	6.111,8	- 9,2	2.153,4	+ 0,5	7.793,8	- 2,9
IV	17.470,9	- 0,8	13.351,8	- 2,0	4.775,9	- 1,8	1.373,9	-12,4	2.367,7	+ 0,8	6.322,2	- 3,9	1.913,5	+ 2,2	7.903,9	- 0,2
1979	18.248,0	+ 8,4	13.741,1	+10,9	5.078,9	+ 13,5	1.906,6	+42,7	3.059,3	+ 5,7	6.451,2	+ 11,0	2.201,1	+ 4,1	8.241,0	+ 7,9
I	17.226,7	+11,6	13.261,5	+11,3	4.570,2	+ 21,5	1.644,8	+28,1	2.668,0	+ 6,9	5.686,9	+ 16,6	2.310,5	+ 12,0	7.849,9	+ 8,5
II	18.665,2	+ 8,8	13.185,0	+ 9,6	5.245,8	+ 9,5	1.718,5	+33,3	3.710,9	+ 14,1	6.704,1	+ 12,9	2.351,3	+ 1,2	8.213,9	+ 7,8
III	18.631,1	+ 7,8	14.048,8	+14,3	5.084,3	+ 11,1	2.029,1	+44,9	3.288,0	- 5,0	6.751,2	+ 10,5	2.149,7	- 0,2	8.445,5	+ 8,4
IV	18.469,1	+ 5,7	14.469,3	+ 8,4	5.415,2	+ 13,4	2.240,0	+63,0	2.570,2	+ 8,6	6.662,8	+ 5,4	1.993,0	+ 4,2	8.454,8	+ 7,0
1980	18.219,0	- 0,2	14.278,4	+ 3,9	5.321,5	+ 4,8	2.503,7	+31,3	2.844,6	- 7,0	6.207,2	- 1,8	2.081,0	- 5,5	8.482,1	+ 2,9
I	17.761,5	3,1	13.798,0	+ 4,0	5.147,2	+ 12,6	2.423,0	+47,3	2.917,8	+ 9,6	5.863,9	3,1	2.161,6	- 6,4	8.307,6	+ 5,8
II	18.118,3	- 2,9	13.515,2	+ 2,5	5.718,8	+ 9,0	2.221,2	+29,7	2.817,9	- 24,1	6.242,7	- 6,9	2.114,3	- 10,1	8.270,9	+ 0,7
III	18.638,4	0,0	14.798,9	+ 5,3	5.275,3	+ 3,8	2.579,5	+27,1	2.805,3	- 11,6	6.385,4	- 5,4	2.144,7	- 0,2	8.694,8	+ 3,0
IV	18.357,7	- 0,6	15.001,6	+ 3,7	5.144,5	- 5,0	2.791,0	+24,6	2.737,5	+ 6,5	6.335,9	- 4,9	1.903,2	- 4,5	8.655,1	+ 2,4
1981	17.107,6	- 6,1	13.493,1	- 5,5	4.156,1	- 21,9	2.095,6	-16,3	3.146,1	+ 10,6	5.214,0	- 16,0	2.145,5	+ 3,1	8.125,9	- 4,2
I	17.583,9	- 1,0	14.722,5	+ 6,7	4.282,5	- 16,8	2.757,4	+13,8	2.771,9	- 5,0	5.541,4	- 5,5	2.148,6	- 0,6	8.224,5	- 1,0
II	17.810,3	- 1,7	13.339,5	- 1,3	4.803,8	- 16,0	2.279,0	+ 2,6	3.708,4	+ 31,6	5.418,7	- 13,2	2.363,8	+ 11,8	8.279,2	+ 0,1
III	16.644,1	-10,7	12.904,6	-12,8	3.671,6	- 30,4	1.834,0	-28,9	3.596,8	+ 23,8	4.872,8	- 23,7	2.110,4	- 1,6	7.990,5	- 8,1
IV	16.393,4	-10,7	12.856,4	-14,3	3.976,7	- 22,7	1.537,8	-44,9	2.518,5	- 8,0	5.068,7	- 20,0	1.962,2	+ 3,1	7.832,9	- 9,5

FUENTE: Banco Central

Cuadro I.2

Datos del sector público (en % del PBI)

Año	Presión tributaria	Ahorro corriente	Inversión real	Necesidad de financiamiento de la Tesorería		
				Global	Total	Banco Central
1970	18,1	6,4	7,3	1,0	0,9	1,0
1971	15,9	3,8	7,1	3,6	2,3	2,3
1972	14,0	3,4	7,6	4,3	2,3	1,7
1973	16,2	0,8	6,7	6,4	5,3	4,3
1974	19,2	1,3	7,3	6,7	6,1	5,4
1975	13,8	-5,6	8,2	14,4	11,2	9,9
1976	15,3	3,1	10,8	9,4	6,9	3,5
1977	18,1	9,4	11,4	3,0	2,4	1,4
1978	19,6	7,9	11,2	3,6	2,0	-
1979	18,9	5,7	9,0	3,1	2,0	-
1980	22,7	4,6	9,1	4,2	1,3	3,4
1981	19,8	2,7	9,1	6,8	.	5,1

Fuente: Informe Económico, Reseña Estadística, Ministerio de Economía Anexo B, BS 448, 5/7/82.

res que a fin de 1975 llegaban a 5.295 y 3.853 millones respectivamente (ver cuadro I.4).

3. Política monetaria en una economía abierta

A partir de 1979 la nueva política cambiaria consistió en anticipar explícitamente las cotizaciones diarias del tipo de cambio (originalmente por ocho meses) y liberalizar considerablemente el movimiento externo de capitales. En la política monetaria por lo tanto se abandonó el intento de controlar la oferta total trasladando el peso de la atención a la expansión de los recursos monetarios de origen interno. Las medidas implicaban "una orientación de la economía hacia una vinculación sin restricciones con el sector externo, en forma prácticamente inmediata en lo que hace al movimiento de capitales y en forma más gradual en lo que respecta al movimiento de bienes" (BCRA, Memoria, 1978, pág. 7).

Bajo estas circunstancias, como se señala en la Memoria del Banco para 1979, se produce una estrecha vinculación entre la oferta monetaria y el saldo del balance de pagos excluídas las operaciones de la autoridad monetaria, ya que esta debe comprar o vender cambio al tipo prefijado y el resto de la economía podrá entonces ajustar la cantidad nominal de sus tenencias de dinero a los niveles que desee exportando o importando sus excedentes, los que se reflejarán en el saldo del balance de pagos. El Banco Central sólo puede afectar la composición de los recursos monetarios en función de su origen, sea interno o externo, razón por la cual pasó a establecer metas para la expansión de recursos monetarios de origen interno (los que corresponden al sector oficial y financiero de la base monetaria), a la vez que continuaba manejando por

la vía del efectivo mínimo la expansión secundaria del sistema. Conforme a este razonamiento, una creación por exceso o defecto con relación a la demanda puede ser inicialmente absorbida por medio de variaciones del nivel de precios, el nivel de actividad económica y tasas de interés interna. Sin embargo, finalmente -estando el tipo de cambio fijado- habría repercusión sobre las reservas internacionales si es que no existe equilibrio entre el precio interno de los bienes que se exportan o importan y su precio externo, o si las tasas de interés internas no están equilibradas con las externas (BCRA, Memoria, 1979, pág. 4).

Los supuestos en que se apoya este modelo requieren, sin embargo, algunos comentarios. Bajo el argumento de que el libre movimiento de capitales equivale a la unificación de los mercados financieros, la tasa de interés real interna debería ser igual a la internacional -también en términos reales- más los eventuales costos de transacción, incluido impuestos. Sin embargo, debe tenerse en cuenta que esta hipótesis no surge de la observación del comportamiento del mercado sino de un razonamiento teórico que supone la existencia de una curva de oferta de fondos del exterior con muy alta elasticidad. En consecuencia, el análisis de corto plazo debe admitir por lo menos la posibilidad de la existencia del llamado riesgo cambiario, o sea el eventual diferencial entre la expectativa de cotización futura de la moneda extranjera y el anuncio explícito o implícito por parte de las autoridades monetarias (ver, por ejemplo, Frenkel, 1980). Por otra parte, al suponer también la vigencia de la teoría de la paridad del poder de compra se acepta que la tasa de devaluación nominal deberá ser igual a la diferencia entre la tasa de inflación interna y la internacional; en tanto el tipo de cambio es utilizado como instrumento de política

antiinflacionaria, tal relación se utiliza para predecir la tasa de inflación interna. También en este caso es necesario admitir la posibilidad de que tal ajuste no sea instantáneo, resultado, por ejemplo, de la distinción entre la formación de precios en los mercados de bienes comercializables y no comercializables a nivel internacional, la existencia de contratos de largo plazo o de acuerdos comerciales entre países, imperfecciones en los mercados, etcétera. De esta forma la expresión más simple:

$$i^* = (r - p_x) + q$$

donde $i^* = i - p$ es la tasa de interés real en el mercado interno, p_x la tasa de inflación internacional, r la tasa de interés nominal internacional y q los costos de transacción expresados como tasas comparables, debe transformarse en:

$$i^* = (r + q + s) + (t - p)$$

donde s es la prima de incertidumbre sobre la pauta o política cambiaria del gobierno, t la tasa de variación del tipo de cambio nominal y p la tasa de inflación interna.

En tanto s sea inestable, es evidente que su variabilidad impondrá una alta volatilidad a la tasa de interés interna o al flujo de crédito externo y por consiguiente al nivel de reservas del Banco Central. Por otro lado, como señalamos en el modelo presentado en el apéndice B, a medida que se produce una revaluación del tipo de cambio real más allá de su valor de equilibrio (o sea que se verifique que el ajuste de la tasa de inflación interna a las pautas de devaluación no es inmediato), el efecto precios genera en este tipo de modelos un deterioro de la cuenta corriente con el exterior que no sólo implica una

presión sobre las reservas -que podrá inducir a tratar de aumentar la tasa real de interés por parte del Banco Central-, sino que también tiende a aumentar el diferencial entre las tasas internas y externas por el riesgo de una súbita devaluación, ejerciendo una presión adicional sobre el componente externo de la base monetaria. Como es obvio, la incorporación de la incertidumbre bajo estas hipótesis acarrea serias consecuencias para un programa antiinflacionario que utiliza como instrumento básico de desaceleración del tipo nominal de cambio y que se pone en marcha en un proceso inflacionario agudo. En los hechos implica, siguiendo una vez más el modelo expuesto en el apéndice B, una caída mayor que la prevista en el nivel de actividad económica interna. Si el gobierno -considerando que son un componente importante de la función de "credibilidad"- quiere evitar fluctuaciones bruscas en las reservas internacionales ante cambios de opinión del sector privado en cuanto a la composición óptima de sus activos líquidos debe imperiosamente influir sobre las tasas de interés. Esto no sería extremadamente serio si la prima de riesgo fuera pequeña, pero es obvio que ella guarda una estrecha relación con la velocidad de la inflación y con el ciclo de proceso dinámico de ajuste que hemos descripto antes (ver capítulo I, el apéndice B y Frenkel, op. cit.). A medida que la revaluación continúa y que la tasa de interés real aumenta, el peligro de un ajuste cambiario significativo que revierta el saldo crecientemente negativo de la cuenta corriente y recree posibilidades de expansión al proceso productivo interno, sacrificando avances sobre la disminución de la inflación, se hace cada vez mayor. En cuanto correcta, esta hipótesis de riesgo impone entonces un precio más alto, medido en términos de tasa real de interés interna, para el mantenimiento de las reservas en divisas del Banco Central.

Por otro lado, como resulta de inmediato de la observación de la última ecuación, la tasa real de interés está influída por la potencial variabilidad de los precios, en particular cuando, como se ha visto en la Argentina, el proceso de convergencia de la tasa de inflación interna hacia la tasa de devaluación nominal no es ni estable ni muy rápido. En tales condiciones, todo intento de dejar librada la tasa de interés a las fuerzas del mercado en los hechos la deja atada a la política cambiaria; en procesos de alta inflación, a menos que la autoridad monetaria pueda anticipar razonablemente bien la tasa de inflación, la tasa real de interés experimentará a corto plazo grandes fluctuaciones. Como por otro lado, y debido a las mismas razones de incertidumbre aquí mencionadas, el plazo medio de las operaciones de crédito tiende a disminuir, tales variaciones no influyen ahora sólo marginalmente sobre la cartera de créditos, sino que alteran prácticamente las condiciones de todo el mercado.

La observación del cuadro 3 permite apreciar lo que ha ocurrido con las variables monetarias entre fin de 1978 y marzo de 1981. La desaceleración de la tasa de devaluación, que había comenzado en el último trimestre de 1978, se oficializa conforme a la "tabla" de cotización del dólar, inicialmente anunciada hasta agosto de 1978. El efecto inmediato es una disminución sensible en el riesgo cambiario y en tanto los precios y la tasa de interés nominal interna no ajustan inmediatamente, una clara señal para el endeudamiento externo. Hacia junio de 1979 los pasivos netos de operaciones de crédito con el exterior de los bancos habían aumentado un 50 % en términos reales frente a su posición al iniciarse el año; al tipo de cambio corriente esto implicaba un aumento de 1.600 millones de dólares en un semestre. El balance de pagos,

a su vez, indica que frente a una salida neta de 238,1 millones de dólares en el último trimestre de 1978, en el que el riesgo fue sin duda influido por el conflicto con Chile sobre el Beagle, en los dos primeros trimestres de 1979 hubo entradas netas por 1.060 y 969 millones; las reservas, que habían caído 212 millones el último trimestre de 1978, aumentan 997 y 1.479 millones durante esos mismos períodos.

En tanto la competencia externa por el lado de las importaciones, si bien en aumento (ver cuadro I.1), no mostraba aún una presión generalizada sobre los márgenes de los productos locales, el nivel de actividad industrial se recuperó sensiblemente con respecto a 1978, apoyado ahora en la tasa de interés real interna que pasaba a ser negativa y en un incremento en el salario real, en el que comenzaba a influir en forma sustantiva el atraso cambiario. Ante la fuerte entrada de capitales el Banco Central mantuvo los efectivos mínimos sin variaciones entre enero y junio de 1979 y logró reducir en forma significativa el peso del sector oficial, incluyendo la cuenta de regulación dentro de los componentes de la base monetaria.

A partir de setiembre, una vez que los precios de la carne -que fueran impulsados desde principios de año por una fuerte alza en los mercados internacionales- dejan de ejercer presión sobre la inflación interna, se produce una significativa inflexión en los indicadores de las relaciones con el exterior. La continua revaluación real del peso sumada al impacto de la reforma arancelaria (que como hemos visto comienza a aplicarse también en enero de 1979) hace, por primera vez desde 1976, negativo el saldo de la cuenta corriente del balance de pagos. Sin embargo, dado el diferencial que se mantenía entre las tasas de interés internas y externas a la luz de la política cambiaria,

las entradas de capital continuaban haciendo crecer las reservas internacionales. La rápida caída en el ritmo de crecimiento de precios durante el último trimestre de 1979 -en la que la influencia de los precios agropecuarios es decisiva (ver cuadro I.3)- y el retraso con que una vez más ajustaron hacia la baja las tasas nominales de interés -en las que el componente riesgo comenzaba a tener cada vez mayor influencia- provocaron una nueva estampida en las tasas reales. Como ejemplo puede señalarse que un préstamo típico concertado a 90 días a principios del último trimestre de 1979 debió pagar una tasa real de casi el 20 % trimestral si es que el tomador ajustó sus precios conforme a la variación en ese mismo período del índice de precios mayoristas. Los depósitos a interés, favorecidos por la posibilidad de hacer colocaciones a plazos mínimos de sólo una semana, eran en diciembre y a precios constantes un 50 % más altos que un año antes y, sobre la misma base de comparación, siete veces mayores a los de marzo de 1976. Los medios de pago se mantenían prácticamente a los mismos niveles que habían alcanzado en 1977 y los préstamos al sector privado eran dos veces y media mayores en términos reales que en el momento de la reforma financiera período en el que el producto apenas había crecido un 4 %. El fin del año 1979 marca no sólo el comienzo de una etapa de persistentes tasas reales de interés positivas sino también el momento en que el tipo de cambio real se sitúa claramente por debajo de cualquiera de las estimaciones posibles para determinar su nivel de equilibrio de largo plazo (ver los detalles en el apéndice C). El nivel de actividad industrial, y también el del conjunto de la economía, indicaban el comienzo de otra etapa de recesión. El alza en la tasa real de interés, la persistente revaluación y el nivel sin precedentes del endeudamiento privado con los bancos agregaban, sin embargo, un nuevo elemento de ten-

sión a la evolución coyuntural: marcaban el comienzo de un año crítico en la actividad financiera. En efecto, los bancos y compañías financieras, cuyo número y volumen real de actividad se había expandido notablemente desde 1976, comenzaron ahora a encontrar dificultades generalizadas para la recuperación de sus carteras de préstamos, que habían pasado de 14,1 % del producto total a fin de 1977 a 16,8 en 1978 y a 22,3 a fin de 1979.

En un proceso que se inició en marzo de 1980 con el Banco de Intercambio Regional (BIR) y al que seguiría luego el Banco Internacional, el de los Andes y el Oddone, son intervenidos por el Banco Central en mérito a sus dificultades operativas una veintena de bancos y compañías financieras. La magnitud del problema puede apreciarse señalando que los cuatro bancos mencionados estaban incluidos entre los diez privados de mayor volumen de depósitos, que su participación alcanzaba a alrededor del 20 % del total de depósitos de los bancos privados y al 12 % del total del sistema, con un volumen equivalente a 3.200 millones de dólares al tipo de cambio del momento. La caída del BIR produjo una rápida corrida sobre los bancos privados, lo que motivó que el Banco Central se viera obligado a poner en funcionamiento un régimen de redescuento especial por el que las entidades obtenían fondos en proporción al descenso de sus depósitos y a restituir a su vez la plena garantía de la Nación por los depósitos captados por bancos privados, proporción que se había ajustado a fines del año anterior al 90 %. El monto de los adelantos otorgados bajo este régimen alcanzó su máximo a principios de abril por cerca de 1.000 millones de dólares.

Como era obvio, conociendo la experiencia histórica del país, no sólo se transfirieron recursos entre bancos sino que también se co-

menzó a sentir una fuerte presión sobre las reservas del Banco Central. En el segundo trimestre de 1980, por primera vez desde la puesta en marcha de la nueva estrategia, el saldo de la cuenta de capitales autónomos resultó negativo (994 millones de dólares), produciendo una caída aún mayor en las reservas internacionales (1.500 millones), ya que el saldo de la cuenta corriente continuaba siendo negativo. A fines de mayo un alto funcionario del Banco Central afirmaba que habría un "alza sin límite de la tasa de interés hasta que no se especule más con dólares" 4/. Mientras tanto, la combinación de caída de reservas con la continua contracción del crédito neto al sector oficial por el Banco Central y el nuevo redescuento transitorio a los bancos mantenían a la base monetaria prácticamente constante en términos reales.

Sin embargo, tampoco sería éste el camino a seguir por mucho tiempo. Cuando en el mes de julio la tasa de interés real activa llegó al 4,2 % mensual, el ministro de Economía anuncia el primer reajuste al programa de política apoyado en el enfoque monetario del balance de pagos, modificando la pauta de devaluación del tipo de cambio nominal, que se estableció en el 1 % mensual hasta fines de año y eliminando todas las restricciones temporales a los plazos de cancelación de préstamos externos. Sin perjuicio de una reversión inicial en el movimiento de capitales, el aumento del riesgo cambiario, impulsado tanto por los acontecimientos económicos ya mencionados como por la reiterada intervención y liquidación de bancos privados por parte del Banco Central y la incertidumbre asociada ahora a los cambios que pudieran ocurrir en la política económica a partir de marzo de 1981, fecha de la sucesión presidencial, continuaron presionando sobre la tasa de interés real compatible con una razonable posición de reservas internacionales del

Banco Central. El nivel de las tasas, por otro lado, en un mercado que operaba a muy corto plazo ponía en situación cada vez más difícil a una parte significativa de la clientela bancaria, tal que se ha llegado a sostener que un 20 % de la cartera total de préstamos bancarios debería ser incluida a esta altura bajo el rótulo de dudosa recuperación, proporción que llegaría a un 40 % en el sector industrial. De alguna manera estas apreciaciones son avaladas por la evolución de los quebrantos comerciales, los que, a pesar de todas las dificultades de comparación involucradas, tanto en 1979 como en 1980 muestran valores mucho más altos que en los cinco años anteriores en conjunto. Debe tenerse en cuenta, por otro lado, que tal tipo de dificultades llevaron a la aparición en la plaza de dos nuevas formas de operación en el sistema financiero. Una es la organización de los llamados "club de bancos", mecanismo a través del cual algunas empresas lograron una transformación y consolidación de su deuda a mediano plazo por negociación directa con bancos tanto oficiales como privados (la participación de la banca oficial en algunos de estos acuerdos y su negativa a hacerlo en otros, cual fuera el caso de SASETRU, una de las cinco mayores empresas privadas de capital nacional, abrieron fuertes críticas sobre la arbitrariedad con que se manejó el gobierno, y en particular ciertos funcionarios del Banco Central, en estas operaciones). La otra es la licitación de redescuento a un año de plazo por parte del Banco Central entre la banca comercial, con el objetivo de modificar la estructura de vencimientos en la deuda del sector privado. El impacto de estas operaciones de redescuentos puede verse en la línea correspondiente al sector financiero en el apartado "base monetaria" del cuadro 3. De valores mínimos hasta marzo de 1980, en junio las líneas de redescuento eran ahora el principal componente de la base, superando su saldo tanto al sector externo como al público.

A partir de setiembre, cuando ya se habían reducido los requisitos de efectivo a lo que puede concebirse como su mínimo técnico (10 %), una nueva dificultad se agregaba a las del mercado financiero. Como resultado del paulatino aumento en los requerimientos fiscales, derivados de un crecimiento en los gastos corrientes que excedió a la disminución en la inversión física (ver cuadro I.2), los préstamos del Banco Central al gobierno, que venían cayendo en forma relativamente lenta pero permanente en términos reales desde 1976, comienzan a subir en forma espectacular. A fin de diciembre el aumento en el año llegaba al equivalente de 4.100 millones de dólares. La posibilidad de tener bajo control efectivo el manejo de los recursos monetarios de origen interno se hace entonces cada vez más difícil, en un momento en que la recesión y el continuado aumento de las importaciones provocaban un reclamo generalizado por el ajuste del tipo de cambio. Como indicación del grado de presión existente en el mercado financiero puede mencionarse que la tasa de interés real en pesos para los depositantes durante noviembre y diciembre, con caídas en la tasa de inflación, volvió a situarse por encima de 2 y 3 % mensual, en tanto que el Banco Central continuaba perdiendo reservas a pesar de una nueva prórroga en el compromiso temporal de devaluación nominal. Este se extendió ahora hasta marzo y por primera vez introduce una distinción entre el ritmo de ajuste de los tipos compradores y vendedores.

4. La inflación y las hipótesis monetaristas

A lo largo de este capítulo se ha efectuado una reseña de los distintos métodos ensayados por el ministerio con el fin de crear adecuadas condiciones operativas en el mercado financiero y, fundamentalmente, para poner bajo un razonable control a la expansión de la ofer-

ta monetaria, sobre la base de que ella desempeña un papel central en el proceso de formación de precios. La hipótesis de una relación estable entre las variaciones en la oferta monetaria y en el nivel de precios es sin embargo un tema que tradicionalmente ha sido arduamente discutido en el país y lo es más aún luego del escaso éxito obtenido en este programa de cinco años. A continuación presentamos una serie de resultados obtenidos del análisis con modelos de regresión extremadamente sencillos que pueden ayudar a comprender algunos aspectos adicionales del proceso inflacionario y del papel que en el juega la creación de dinero.

Hemos explorado las relaciones entre las variaciones proporcionales trimestrales del índice de precios al por mayor con diversas versiones muy sencillas de variables independientes que están expresadas en general también en forma de variaciones proporcionales medidas en forma trimestral, introduciendo algunos promedios o retrasos como parte del ejercicio de investigación. Algunos de los resultados mas significativos para modelos con una sola variable independiente pueden observarse en el cuadro 4, donde aparecen aquellas ecuaciones que presentan mayor atractivo desde el punto de vista de su significación estadística, los casos en los que el coeficiente de la variable independiente es distinto a cero. Es oportuno mencionar que otras especificaciones posibles, que incluyen por ejemplo a las variaciones en M 1 y en el producto interno con diversos rezagos así como a los desvíos del producto con respecto a su valor medio, no alcanzan un nivel de significación mínima aceptable. Las formas utilizadas para representar a los salarios, M 2 y precios indicados con un asterisco corresponden a

un promedio de tres trimestres con ponderación declinante y el período sobre el cual están tomadas es aquel que hace mayor su contribución a la explicación del alza de precios.

Los resultados permiten destacar primero, que la posibilidad de construir aceptables funciones de determinación de precios sobre modelos sencillos es muy difícil, ya que en ningún caso la varianza explicada alcanza a la mitad; segundo, que no es fácil argumentar en favor de que el control de la oferta monetaria fuese por sí solo un determinante significativo de la marcha de la inflación en el corto plazo y que tampoco parece serlo el establecimiento de una pauta cambiaria a la luz del valor que adquiere el atraso o adelanto del tipo de cambio real; tercero, que variables asociadas con modelos que utilizan hipótesis estructurales, aquellas que indican una distinción entre dos o mas sectores en los que difieren las elasticidades de oferta o de demanda o las variaciones en productividad, generalmente acompañados de una hipótesis de inflexibilidad de precios (o salarios) en sentido descendente, no deberían ser descartados del análisis y cuarto, que el papel principal que ocupan las variaciones en los salarios nominales -acompañado de la verificación de que entre ellos y la situación de tensión en el mercado de trabajo no se observa una relación estadísticamente aceptable a lo largo del período analizado-, vuelve a llamar la atención sobre factores no monetarios, en este caso particular, estrictamente políticos, en la formación de precios a corto plazo.

El cuadro 5 presenta los resultados de exploraciones con modelos de dos variables independientes. La posibilidad de mejorar nuestra capacidad de explicar el comportamiento de la tasa de inflación aparece

asociada con la combinación de los incrementos de salarios, el tipo de cambio nominal o M 2 con las variaciones en los precios relativos entre la agricultura y la industria -los términos de intercambio internos- o las variaciones en el tipo de cambio real definido como el cociente entre el tipo de cambio nominal y la tasa de paridad de poder de compra (cociente entre precios locales y norteamericanos). La incorporación de las variaciones en el producto total o sus desvíos no introducen mejoría alguna y tampoco se logran mejores resultados explorando patrones alternativos de rezagos en las variables consideradas.

Los resultados deben tomarse con cautela, ya que por un lado no se corresponden necesariamente con una clara especificación teórica y por otro lado no llegan -con una excepción- a explicar mas de 2/3 de la varianza. Sin embargo es interesante resaltar algunos casos, conforme a las ecuaciones 1, 3 y 5 la inflación tendería a desacelerarse, ceteris paribus, si los precios agrarios se retrasan frente a los industriales, pero por otro lado conforme a las ecuaciones 2, 4 y 6 un adelanto en estos frente al tipo de cambio nominal origina una presión positiva sobre las variaciones en el nivel general de precios al por mayor por la vía de lo que podríamos llamar las expectativas de devaluación, las que aparecen en todos los casos como una variable altamente significativa. La ecuación 4, en la que se combina el efecto de las variaciones en el tipo de cambio nominal y en el tipo de cambio real es claramente indicativa de los dilemas de administración de la política económica en condiciones de alta inflación. Si se ajusta el tipo de cambio nominal esto ejerce una influencia positiva en muy corto plazo sobre la variación en los precios internos, pero si no se lo hace

(se retrasa su ajuste frente a la marcha de los precios internos) las expectativas de devaluación ejercen esa misma presión.

En tanto hemos señalado a lo largo de este trabajo el papel muy crucial y cambiante que el ministerio ha asignado al tipo de cambio real como instrumento de política económica y el particular peso que tuvo en la estrategia antiinflacionaria de la segunda parte de su gestión, aquella en que se aplica el enfoque monetario del balance de pagos, hemos explorado también la posibilidad de mejorar el ajuste combinando las variaciones en los salarios nominales y precios relativos internos con el nivel del índice de tipo de cambio real. Los resultados se presentan en el gráfico 1 donde es evidente que el poder explicativo de la ecuación -tomando nota de la tregua de precios a principios de 1977- se incrementa frente a los casos anteriores con excepción de la ecuación 4, en tanto que la constante no difiere significativamente de cero.

Estos resultados, que no pueden ser tomados de otra manera que como ejercicios muy sencillos en formación de precios, no hacen mas que ratificar entonces las dificultades de aceptar como guía exclusiva de la política antiinflacionaria a las variables monetarias. A pesar de lo elemental del análisis es evidente que el peso de los argumentos que abogan a favor de la utilización de modelos de tipo estructural no debería dejarse de lado en ninguna política de control de la inflación que pretenda tener éxito a mediano plazo.

Cuadro 1

Recursos monetarios, valores constantes

	Junio 1977	Marzo 1976	Diciembre 1973	Diciembre 1970
1. Recursos monetarios privados (M2)	2960	1610	4180	3510
. Medios de pago (M1)	1440	1130	2560	2280
. Depósitos a interés	1520	480	1630	1240
2. Origen de los recursos	2960	1610	4180	3510
. Sector externo, neto	720	70	390	380
BCRA	910	160	410	470
Otros bancos	-190	- 90	- 20	- 90
. Sector oficial, neto	580	760	1210	760
Préstamos	1290	1160	1840	1320
BCRA	750	800	1250	860
Otros bancos	540	360	590	460
(-) Depósitos	710	400	620	550
. Sector privado (préstamos)	1870	910	2870	2640
. Otras cuentas	- 210	-130	- 290	- 270
3. Base monetaria	1790	1110	2050	1570
. Sector externo, neto	910	160	410	470
. Sector oficial, neto	740	780	1210	860
. Sector financiero y otros, neto	140	170	430	240

Fuente: Boletín Estadístico, BCRA, varios números, valores nominales ajustados por índice de precios mayoristas, nivel general, promedio del mes correspondiente, las unidades son millones de pesos, a valores de 1960.

Cuadro 2

Recursos monetarios, valores constantes

	1977			1978		
	Junio	Setiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Setiembre
1. Recursos monetarios privados	2960	3020	3200	3240	3580	3710
. Medios de pago	1440	1240	1290	1170	1300	1170
. Depósitos a interés	1520	1790	1900	2070	2280	2540
2. Origen de los recursos	2960	3020	3200	3240	3580	3710
. Sector externo, neto	720	780	810	810	1010	1010
BCRA	910	1000	1120	1310	1460	1440
Otros bancos	- 190	- 220	- 310	- 510	- 450	- 420
. Sector oficial, neto	580	450	570	690	790	780
Préstamos	1290	1240	1330	1600	1790	1690
BCRA	750	740	780	720	700	750
Otros bancos	540	510	550	880	1080	940
(-) Depósitos	710	800	760	920	990	910
. Sector privado (préstamos)	1870	2150	2530	2730	2730	2910
. Otras cuentas	- 210	- 360	- 710	- 670	- 950	- 990
3. Base monetaria	1790	1940	2140	2050	2070	2150
. Sector externo, neto	910	1000	1120	1310	1460	1440
. Sector oficial, neto	740	730	770	650	560	710
. Sector financiero y otros, neto	140	210	250	90	50	-
			Datos trimestrales			
	II 77	III 77	IV 77	I 78	II 78	III 78
4. Tasa nominal de interés activa	19.0	23,8	28.6	44.3	26.0	27.2
5. Tasa de inflación	19.9	27.6	27.7	26.6	24.6	21.6
6. Tasa de devaluación	13.9	20.1	28.0	19.7	9.2	10.0
7. Tasa de crecimiento del producto industrial						
- en el trimestre	18.0	3.5	- 3.3	- 25.1	21.7	3.0
- en el año	2.3	10.4	3.9	- 11.5	- 8.7	- 9.1

Fuentes: 1, 2, 3, idem cuadro 1; 4, tasa para préstamos a 90 días, de FIEL, se toma la tasa vigente para operaciones que cubren el trimestre indicado; 5, según índice de precios mayoristas, nivel general del INDEC, se toma la variación observada en el trimestre; 6, Banco Central, idem anterior; 7, Banco Central.

Cuadro 3

Recursos monetarios, valores constantes

	1978	1979				1980				1981
	Diciembre	Marzo	Junio	Setiembre	Diciembre	Marzo	Junio	Setiembre	Diciembre	Marzo
1. Recursos monetarios privados	3810	3760	3900	3910	4940	5220	4970	5450	6940	5320
. Medios de pago	1440	1260	1280	1100	1540	1530	1560	1540	1930	1360
. Depósitos a interés	2380	2510	2620	2810	3400	3690	3410	3910	4010	3960
2. Origen de los recursos	3810	3760	3900	3910	4940	5220	4970	5450	6940	5320
. Sector externo, neto	670	510	470	430	290	150	- 280	- 380	- 630	- 1020
BCRA	1070	1010	1000	980	1000	900	440	430	140	- 320
Otros bancos	- 400	- 500	- 590	- 550	- 700	- 750	- 720	- 810	- 760	- 700
. Sector oficial, neto	820	890	800	610	790	780	670	820	1070	1030
Préstamos	1560	1580	1460	1310	1550	1590	1570	1810	2070	2190
BCRA	710	600	550	470	440	390	370	540	880	880
Otros bancos	850	980	910	840	1100	1200	1190	1270	1180	1310
(-) Depósitos	740	690	660	690	760	820	900	990	1000	1130
. Sector privado (préstamos)	3100	3050	3270	3400	4460	4900	5120	5570	6900	5760
. Otras cuentas	- 780	- 690	- 510	- 530	- 600	- 610	- 540	- 560	- 400	- 480
3. Base monetaria	1810	1620	1640	1500	1470	1300	1330	1420	1670	1320
. Sector externo, neto	1070	1010	1030	980	1000	900	440	430	140	- 320
. Sector oficial, neto	690	590	540	460	440	390	370	530	870	880
. Sector financiero y otros, neto	50	20	40	60	30	10	520	460	660	760

Datos trimestrales

	IV 78	I 79	II 79	III 79	IV 79	I 80	II 80	III 80	IV 80	I 81
4. Tasa nominal de interés activa	23,6	25.5	23.2	23.9	26.9	22.3	18.0	20.8	17.6	20.1
5. Tasa de inflación	26.9	28.4	28.2	29.8	7.2	12.8	17.5	8.9	9.2	12.9
6. Tasa de devaluación	15.8	15.4	13.8	11.7	10.1	8.3	6.2	4.2	3.3	12.5
7. Tasa de crecimiento del producto industrial										
. en el trimestre	3.4	- 10.2	17.9	0.7	- 1.3	- 12.0	6.5	2.3	- 0,8	- 17.7
. en el año	- 2.9	16.6	12.9	10.5	5.4	3.1	- 6.9	- 5.4	4.9	- 16.0

Fuentes: Ver cuadro 2.

Cuadro 4

Resultados de las regresiones sobre el comportamiento de precios

(variaciones porcentuales trimestrales de precios mayoristas desde 1976-IV a 1981-I)

Ecuación	ΔW_t^*	$\Delta M2^*_{t-1}$	ΔP^*_{t-1}	ΔTCM_t	$\Delta(PA/PI)_t$	$(TCM/TPPC)_t$	$\Delta(TCM/TPPC)_t$	Constante	R^2	dw	Sy
1	1,036 (3,67)							- 4,382 (- .62)	.46	1,83	5,73
2		.580 (3,15)						4,139 (.74)	.40	1,42	6,24
3			.917 (3,34)					1,835 (.31)	.43	1,41	6,09
4				.865 (3,92)				9.229 (2,81)	.49	1,36	5,56
5					.637 (2,28)			22,119 (13,29)	.25	.87	6,76
6						10,915 (2,35)		7,080 (1,15)	.26	1,28	6,71
7							- .981 (- 2,98)	17,258 (8,89)	.36	.95	6,24

ΔW_t^* son variaciones porcentuales trimestrales en el índice de salarios medios mensuales para trabajadores industriales, excluido aguinaldo, preparado por el INDEC.

$\Delta M^*_{2_{t-1}}$ para M 2 ver cuadro III.1.

ΔP^*_{t-1} P se refiere a precios mayoristas nivel general, ver cuadro I.3.

ΔTCM_t TCM es el tipo de cambio de importaciones, ver apéndice C, cuadro 2.

$\Delta(PA/PI)$ ver cuadro I.3. Son variaciones porcentuales trimestrales en el índice de precios relativos de bienes agropecuarios y bienes nacionales no agropecuarios.

$(TCM/TPPC)_t$ ver apéndice C, cuadro 3. Es un índice del tipo de cambio real, calculado como cociente entre el tipo nominal pagado por importaciones y un cálculo de tasa de paridad de poder de compra.

$\Delta(TCM/TPPC)_t$ son variaciones trimestrales en el índice anterior.

* indica que las variaciones se han calculado sobre una corrección de los valores originales efectuada ponderando con 0,50 al trimestre corriente, 0,33 al anterior y 0,17 al siguiente.

los valores entre paréntesis corresponden al estadístico t.

Cuadro 5

Resultados de regresiones sobre el comportamiento de precios

(variaciones porcentuales trimestrales de precios mayoristas desde 1976-IV a 1981-I)

Ecuación	ΔW^*_t	ΔTCM_t	$\Delta M^*_{2_{t-1}}$	$\Delta(PA/PI)_t$	$\Delta(TCM/TPPC)_t$	Constante	R^2	dw	Sy
1	.915 (3.52)			.473 (2.16)		- .620 (.09)	.59	1.41	5.17
2	.822 (3.16)				- .688 (2.47)	1.791 (-.29)	.61	1.56	4.99
3		.828 (4.68)		.580 (3.14)		10.721 (4.01)	.69	1.36	4.45
4		.947 (11,95)			- 1.104 (10.50)	3.866 (3.02)	.94	1.84	1.99
5			.413 (2.36)	.438 (1.68)		9.465 (1.70)	.45	1.17	5.95
6			.440 (3.14)		- .854 (3.20)	4.617 (1.07)	.61	1.79	5.00

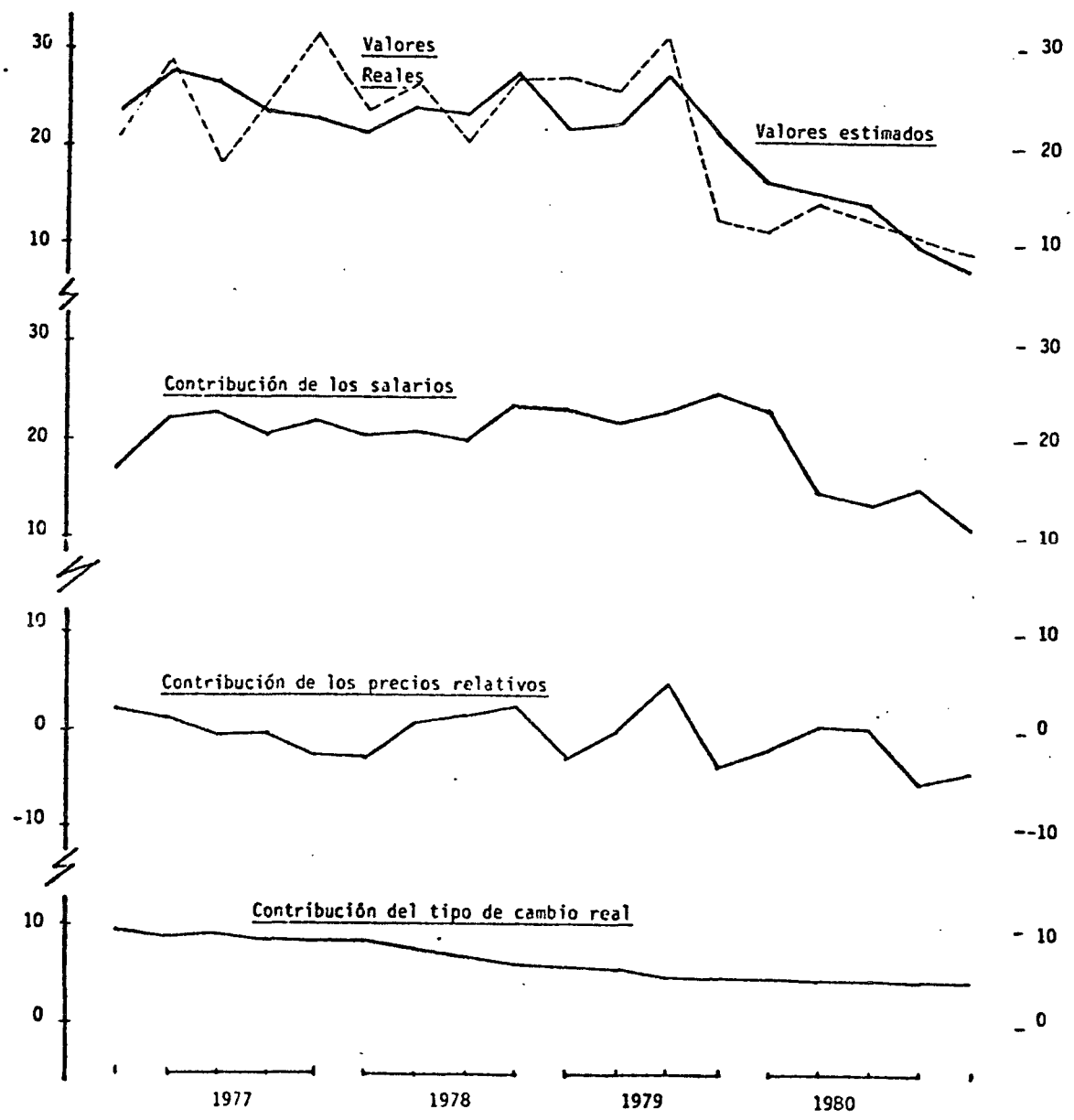
Fuentes, ver cuadro anterior.

Los valores medios de las variables son los siguientes:

ΔP_t	: 21,03	ΔW^*_t	: 24,53	$\Delta(PA/PI)_t$	: - 1,96	ΔTCM_t	: 13,64
ΔP^*_{t-1}	: 22,33	ΔM^*2_{t-1}	: 29,86	$(TCM/TPPC)_t$	: 1,28	$\Delta(TCM/TPPC)_t$	: - 3,85

GRAFICO N°1

VARIACIONES TRIMESTRALES EN LOS PRECIOS AL POR MAYOR



La ecuación es $PMa_t = -4{,}27 + 418\,\Delta(PA/pI)_t + 798\,\Delta w^*_t + 5{,}034\,(TCM/TPPC)_t$

$(-.61)(1{,}92)$ $(2{,}96)$ $(1{,}32)$

$R^2 = .63$

dw= 1,66

NOTAS

1/ En tanto los bancos comerciales sólo intermedian en la operación de crédito en moneda extranjera, su posición neta es generalmente neutra; sin embargo, y conforme a la presentación tradicional de los cuadros de la estadística monetaria, en el cuadro 1 los préstamos en moneda extranjera figuran junto con los efectuados en pesos, en la línea sector privado; los datos del sector externo neto para otros bancos, que son los comerciales, registran exclusivamente su posición pasiva con el exterior.

2/ La relación conceptual entre el balance de pagos y las estadísticas monetarias es extremadamente difícil de conciliar con los datos disponibles. Conforme a un razonamiento contable elemental los movimientos en la cuenta de capital autónomo deberían coincidir razonablemente con las diferencias entre los saldos, medidos a fin y principios de año, de las cuentas en las que la banca comercial registra sus operaciones con el exterior. Los movimientos en las cuentas de reservas y capital compensatorio deberían coincidir a su vez con las variaciones que muestra el sector externo en la base monetaria, o sea en el balance del Banco Central. En los hechos existen múltiples razones para que tal coincidencia no se verifique, por ejemplo el tipo de cambio utilizado, la contabilización de los créditos externos a la Tesorería de la Nación, la posibilidad de hacer operaciones con el exterior que no pasen a través de bancos, etc. La magnitud de las diferencias es, sin embargo, considerable tal como puede verse sintéticamente en el cuadro que sigue:

Fin de	Bancos comerciales				Balance de pagos Capital autónomo (variación)	Banco Central		
	Sector externo neto (mil millones de pesos)	Tipo de cambio	Sector externo neto (millones de dólares)	Variación		Sector externo neto (mil millones de pesos)	Reservas - capital compensatorio (millones de dólares)	Tipo de cambio implícito
1975	- 18	61	295	.	.	16	.	
1976	- 91	270	337	42	- 333	476	239	200
1977	- 535	580	922	671	1.276	1.807	2.591	697
1978	- 1.568	984	1.593	719	1.333	4.204	5.829	721
1979	- 6.295	1.600	3.935	2.342	4.687	8.941	10.138	882
1980	-10.788	1.986	5.432	1.497	2.598	1.911	7.288	262

Los bancos comerciales deben valuar su posición en divisas conforme al tipo de cambio para operaciones financieras de la fecha del cierre del ejercicio. El Banco Central registra los ingresos al costo histórico y los egresos según el principio FIFO, las diferencias de cambios están también incluidas en el concepto del sector externo neto de su balance.

3/ En los cuadros monetarios el saldo de la cuenta regulación está incluido en los préstamos al sector oficial efectuados por el Banco Central, pero es oportuno señalar que las cuentas del gobierno no los incluyen a su vez entre los créditos recibidos ni entre sus gastos.

4/ Declaraciones del Dr. Arriazu, ver Ambito Financiero, 22/IV/80.

Apéndices

APENDICE A

Los memorandums enviados por el gobierno argentino al Fondo Monetario Internacional.

1. Junio de 1976
2. Abril de 1977
3. Setiembre de 1977

1. El memorandum de junio de 1976.

EL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL OTORGO UN IMPORTANTE CREDITO A LA ARGENTINA

El Fondo Monetario Internacional ha otorgado a la Argentina un crédito cuyo monto asciende a DEG doscientos sesenta millones, equivalente aproximadamente a trescientos millones de dólares.

Este es el crédito más amplio que ha otorgado esa institución a un país latinoamericano. Es de destacar que, prácticamente, duplica el mayor crédito hasta ahora otorgado a cualquier otra nación de la región.

El Ministerio de Economía y el Banco Central de la República Argentina dieron a conocer el comunicado emitido en Washington por el Fondo Monetario Internacional, cuyo texto es el siguiente:

«El Fondo Monetario Internacional ha aprobado un acuerdo de crédito contingente con el

gobierno de la República Argentina, autorizando compras de monedas hasta el equivalente a doscientos sesenta millones de derechos especiales de giro (DEG) en el transcurso de los próximos doce meses. Dicho acuerdo se celebra en apoyo del programa financiero adoptado por el gobierno en abril de 1976.

»La economía argentina está atravesando por un período difícil. En los doce meses finalizados en marzo de 1976 el costo de vida se elevó en casi un seiscientos por ciento y los precios mayoristas en aproximadamente un ochocientos por ciento. El déficit de la balanza de pagos fue de más de setecientos millones de dólares estadounidenses; el déficit presupuestario equivalió al trece por ciento del producto bruto interno, y la actividad económica declinó entre un cinco y un diez por ciento.

»El 24 de marzo de 1976 asumió un nuevo gobierno y el 2 de abril las nuevas autoridades anunciaron un programa financiero destinado a revertir las mencionadas tendencias tan rápidamente como fuese posible. Las metas principales del programa son: la liberalización de la economía y la inmediata reducción de la inflación, el fortalecimiento de la balanza de pagos y de las finanzas públicas, así como la mejora del nivel de vida de la población en función del aumento de la productividad de la economía.

»En algunas áreas se obtuvieron éxitos con relativa prontitud. Se concertaron préstamos a corto plazo con bancos comerciales para aliviar la situación de la balanza de pagos, y en junio y julio el incremento del costo de vida fue de entre el tres y el cuatro por ciento mensual. Las reservas externas de libre disponibilidad del Banco Central, que eran inferiores a diez millones de dólares en la tercera semana de marzo, se elevaron a más de quinientos millones a fines de julio. También se han hecho progresos en la eliminación de las distorsiones de los precios relativos y reducción del déficit del sector público.

»La cuota de la República Argentina en el Fondo equivale a cuatrocientos cuarenta millones de derechos especiales de giro. Si se comprase el monto total del presente acuerdo, las tenencias del Fondo en pesos argentinos en concepto de compras al organismo, sujetas a requisito de recompra, equivaldrían 698,1 millones de DEG.»

MEMORANDUM DEL GOBIERNO DE LA ARGENTINA AL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL

El Ministerio de Economía dirigió al Fondo Monetario Internacional, en el mes de julio, un memorándum subscrito por su titular y el presidente del Banco Central de la República Argentina, previas consultas con las autoridades nacionales. Este documento sirvió de base para las negociaciones conducentes al otorgamiento del crédito recibido. En el mismo las autoridades argentinas informaron oficialmente al organismo financiero internacional sobre el programa económico vigente, sus propósitos y metas.

El programa económico del gobierno argentino, anunciado al país el 2 de abril último y resumido en el memorándum, recibió el respaldo de los técnicos del organismo y también el apoyo unánime del directorio del Fondo Monetario Internacional que está integrado por representantes de todos los países miembros.

Cabe señalar, por último, que el monto del crédito corresponde exactamente con lo solicitado por las autoridades económicas argentinas en función de su estimación de los requerimientos financieros externos.

Se transcribe a continuación el texto completo del memorándum.

1. La economía argentina está pasando por un período difícil. En los doce meses que terminaron en abril de 1976 el costo de la vida aumentó casi 800 por ciento y los precios mayoristas más del 900 por ciento; el déficit de la balanza de pagos superó 700 millones de dólares estadounidenses, el déficit del presupuesto equivalió a aproximadamente 78 por ciento del gasto o el 13 por ciento del producto interno bruto y la actividad económica declinó 5-10 por ciento. A partir del 24 de marzo de 1976 el nuevo gobierno adoptó un programa para revertir estas tendencias tan rápido como fuera posible. Dicho programa, anunciado el 2 de abril, fue inmediatamente exitoso en contener la inflación y eliminar la amenaza de una cesación de pagos externos. Los precios mayoristas, que habían aumentado 54 por ciento en marzo, aumentaron 27 por ciento en abril y menos de 5 por ciento en mayo; y el aumento del costo de la vida declinó de 38 por ciento en marzo a 35 por ciento en abril, 13 por ciento en mayo y menos de 3 por ciento en junio. Las reservas internacionales de libre disponibilidad del Banco Central de la República Argentina, que equivalían a menos de 10 millones de dólares estadounidenses en la tercera semana de marzo, crecieron a más de 400 millones de dólares estadounidenses a fin de junio. En los próximos meses se esperan progresos adicionales en estas áreas, aunque los resultados no van a ser tan espectaculares como los alcanzados hasta la fecha. El plan para reducir la inflación continuará adecuándose a la necesidad de hacer continuos ajustes en las tarifas de los servicios públicos y la reducción del déficit de la balanza de pagos deberá tener en cuenta los substanciales pagos de préstamos externos de corto plazo con vencimientos durante la segunda mitad del año.

2. El programa económico adoptado por el gobierno de la Argentina está concebido para lograr durante 1976 una reducción considerable en el déficit de la balanza de pagos y una disminución adicional de la tasa de inflación, mientras que simultáneamente se restablecen el equilibrio externo e interno y se sientan las bases adecuadas para un renovado crecimiento económico. Específicamente, el programa intenta consolidar la reducción ya lograda de la inflación y establecer las condiciones para reducirla aún más en 1977, así como limitar el déficit global de la balanza de pagos en 1976 a alrededor de 500 millones de dólares estadounidenses. El programa económico para 1977 será completado hacia fines de este año.

3. El gobierno de la Argentina reconoce que un fortalecimiento substancial de las finanzas del sector público constituye una parte esencial

del programa 1976-77. La magnitud del esfuerzo requiere una acción concertada en todos los frentes, acentuando simultáneamente el aumento de los recursos y la reducción del gasto. Del lado de los recursos, la misma desaceleración de la inflación va a hacer una contribución importante en tanto y en cuanto la demora promedio en la recaudación de los impuestos es de por lo menos tres meses. Esta demora, por sí sola, redujo el valor de la recaudación impositiva en los primeros meses de 1976, en términos reales, a casi la mitad. Para mejorar los resultados en materia de recursos durante el resto de 1976 el gobierno de la Argentina está estableciendo nuevos impuestos, modificando los existentes y reforzando la administración de otros. Estas medidas deberían ser suficientes como para rendir recursos adicionales equivalentes a tasas anuales, a un 3 por ciento del producto interno bruto. Los más importantes de los nuevos impuestos —establecidos en los últimos tres meses— son un impuesto a la transferencia de activos financieros y un impuesto de 8,5 por ciento semestral sobre la mayor parte de los créditos bancarios; además, todas las deudas impositivas y por cargas previsionales y ciertas otras obligaciones impositivas han sido indexadas y el impuesto al capital y patrimonios netos ha sido restablecido. Otros dos impuestos, proyectados en junio, como el impuesto de 4 por ciento a la producción agropecuaria como anticipo del pago del impuesto a las ganancias y un impuesto a los débitos bancarios en cuentas corrientes, serán establecidos próximamente. Además, el gobierno está preparando un conjunto de impuestos de emergencia que pronto serán anunciados y cuya recaudación ocurrirá durante la segunda mitad de 1976. Este conjunto adicional, que se espera rendirá alrededor de $ 100.000 millones, equivalentes a más del 1 por ciento del producto interno bruto, incluye un aumento en la tasa general del impuesto al valor agregado de 13 al 16 por ciento, impuestos sobre la propiedad inmobiliaria y sobre el parque automotor existente en el país. Del lado del gasto, el gobierno se propone hacer un gran esfuerzo para reducir el empleo en el sector público, que aumentó 24 por ciento en los últimos tres años. Sin embargo, la disminución deberá extenderse a lo largo de varios meses para evitar un gran aumento en el desempleo, dada la actual declinación de la actividad en el sector privado. Además, el alivio de la Tesorería como consecuencia de la reducción del personal excedente no será inmediato dadas las indemnizaciones a las que el personal tiene derecho. En las transferencias de la Tesorería a las provincias y empresas públicas se han previsto substanciales disminuciones del gasto. Esto será facilitado por un gran esfuerzo de las provincias en materia de recursos, particularmente a través de la revaluación de propiedades y la reciente reintroducción del impuesto a las actividades lucrativas que, por sí solo, se espera rinda el equivalente de alrededor del 1 por ciento del producto interno bruto. También se están efectuando aumentos substanciales en las tarifas de los servicios del sector público. Con este fin, el precio de la electricidad se aumentó en 20 por ciento al comienzo de julio, independientemente de los aumentos acumulados de 10-15 por ciento mensual (que se eleva a 15 por ciento uniforme en septiembre) que se han establecido para lo que resta del año. El precio del petróleo será aumentado y, en el futuro, se ajustará para mantenerlo a un nivel realista. También se están efectivizando aumentos periódicos en los precios del transporte, obras sanitarias, gas natural y otros bienes y servicios. Como resultado de todas estas medidas el gobierno espera que el déficit del presupuesto no supere el equivalente de 5 por ciento del producto interno bruto durante los seis meses finales de 1976, o sea, menos de dos quintos de su nivel previo. Teniendo en cuenta las variaciones estacionales, el déficit acumulado de la Tesorería en 1976, que al 30 de junio fue equivalente a aproximadamente $ 270.000 millones, no excederá $ 425.000 millones al 30 de septiembre y $ 575.000 millones al 31 de diciembre de 1976.

4. El programa monetario y crediticio para la segunda parte de 1976 está concebido para ser compatible con el plan para reducir la inflación rápidamente. Algunos activos financieros han sido indexados y las tasas de interés de otros han sido liberadas o han crecido a un nivel realista. Se han establecido límites para el crédito bancario a la Tesorería, las entidades públicas más grandes y el sector privado, teniendo en cuenta la expansión monetaria ocasionada por las garantías de tipo de cambio otorgadas con anterioridad por el Banco Central. Bajo este plan, los activos internos netos del Banco Central (definidos como la emisión monetaria menos los activos externos netos), que al 31 de diciembre de 1975 fueron equivalentes a pesos 233.000 millones y al 30 de junio de 1976 a $ 326.000 millones, no excederán $ 425.000 millones al 30 de septiembre de 1976, ni $ 625.000 millones al 31 de diciembre de 1976.

5. El gobierno está convencido de que los importantes aumentos de los salarios nominales que la Argentina ha experimentado en el pasado, no fueron un método apropiado para mantener los salarios reales a niveles adecuados en el mediano o largo plazo. Por el contrario, el gobierno cree que esto sólo puede ser alcanzado por aumentos en la productividad que requieren condiciones generalmente estables en la economía. En consecuencia, el gobierno será cauto en la concesión de nuevos ajustes salariales, para asegurar que tales aumentos no vayan a frustrar el esfuerzo de la lucha contra la inflación. Con respecto a los precios el nuevo gobierno actuó con celeridad, a principios de abril, para eliminar los controles generalizados que habían producido distorsiones de los precios relativos, desabastecimiento, operaciones de mercado negro y una brusca declinación de la inversión en el sector privado. La nueva política fue seguida por una suba en algunos precios medidos por los índices oficiales; dichas alzas fueron reales en algunos casos, y en otros fueron el mero reflejo de niveles que ya existían con anterioridad pero que los índices no acusaban abiertamente como consecuencia de los controles. En mayo, sin embargo, desapareció el desabastecimiento generalizado, las expectativas inflacionarias cam-

biaron abruptamente y en muchos sectores ocurrieron bajas de precios que se habían adelantado a los verdaderos costos. El gobierno va a continuar permitiendo que los precios sean libremente determinados por las fuerzas del mercado, aunque ejerciendo vigilancia sobre ciertas empresas con posiciones dominantes en el mercado.

6. En la actualidad la Argentina mantiene un sistema cambiario múltiple, con un tipo de cambio oficial, un tipo de cambio libre y tres tipos intermedios a los que se transan la mayor parte de las operaciones por exportaciones e importaciones. El gobierno ha adoptado una política de ajuste gradual de los tipos de cambio efectivos para las exportaciones e importaciones, de modo que ellos reflejen los aumentos diferenciales en los costos internos y externos. De acuerdo con este plan, el gobierno tiene la intención de evolucionar gradualmente hacia su anunciada meta de un tipo de cambio unificado y libre. Además de los actuales tipos múltiples, las exportaciones promocionadas reciben reembolsos. En vista de los efectos que estos pagos a los exportadores producen sobre el presupuesto, para fines de 1976 el gobierno programa reducir los reembolsos más altos a un nivel que no exceda los tres cuartos de sus niveles actuales.

7. Durante la segunda mitad de 1976 el gobierno piensa avanzar substancialmente en la reducción de las prácticas cambiarias múltiples, las restricciones a la efectivización de los pagos y transferencias correspondientes a transacciones internacionales corrientes, y las restricciones sobre el comercio internacional. A comienzos de julio los requisitos mínimos para la financiación externa de las importaciones de bienes de capital fueron disminuidos para ponerlos de acuerdo con las prácticas internacionales en la materia. Además el gobierno está gradualmente reduciendo el requisito mínimo de 180 días de financiación que en la actualidad se aplica a la mayor parte de las importaciones. Al mismo tiempo la obligación de adquirir bonos de inversión para el comercio exterior por un monto equivalente a la porción financiada de la mayoría de las importaciones del sector privado va a ser reducida gradualmente hasta alcanzar no más del 50 por ciento del valor CIF de las importaciones a fin de 1976. Durante el año próximo el gobierno también piensa eliminar todas las demás restricciones que ahora existen sobre los pagos y transferencias que se originan en transacciones internacionales corrientes y de capital. Además el gobierno programa eliminar la práctica de otorgar garantías de tipo cambiario sobre el endeudamiento de corto plazo, las que han sido una fuente importante de expansión monetaria en meses recientes. El monto total de tales garantías, que al 30 de junio de 1976 equivalía a aproximadamente 1.300 millones de dólares estadounidenses, no excederá de 600 millones de dólares estadounidenses al 31 de diciembre de 1976, y se continuará avanzando durante 1977.

8. El gobierno cree que este programa va a conducir a la virtual eliminación del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos y a una reducción de su déficit global. Como se explicó anteriormente, se ha establecido una meta para limitar la disminución de los activos externos netos de las autoridades monetarias a no más de 500 millones de dólares estadounidenses en 1976. De acuerdo con ella y luego de tener en cuenta variaciones estacionales y otros factores, la disminución acumulada de los activos externos netos de la autoridad monetaria durante 1976 no será mayor de 100 millones de dólares estadounidenses al 30 de septiembre de 1976 ni mayor de 500 millones de dólares estadounidenses al 31 de diciembre del mismo año.

9. Luego de varios años de incrementos modestos, la deuda externa argentina, pública y privada, creció rápidamente desde principios de 1974 y la mayor parte del nuevo endeudamiento se concretó a plazo corto y mediano. Las políticas implícitas en el programa financiero del gobierno para 1976 están concebidas para mejorar considerablemente la cuenta corriente de la balanza de pagos, de modo que se espera que el aumento de la deuda externa sea moderado. También se espera que el aumento en el financiamiento de largo plazo por parte de los organismos financieros internacionales y la planeada reducción de las operaciones de corto plazo con garantía cambiaria mejoren el perfil temporal de la deuda. En la actualidad el Banco Central está organizando la concreción de nuevos préstamos externos de mediano plazo por alrededor de 900 millones de dólares estadounidenses para financiar el déficit de la balanza de pagos de este año, cancelar deudas y reconstituir sus propias reservas internacionales a un nivel aceptable. El gobierno tiene la intención de ejercer un control firme sobre el nuevo endeudamiento o garantías para el sector público, los que tienen que ser autorizados por un comité del Ministerio de Economía, y actualmente se están desarrollando límites cuantitativos para aplicar al crecimiento y estructura de vencimientos de la deuda externa en 1977. El crecimiento de la deuda privada también va a ser vigilado de cerca para asegurar que el aumento del endeudamiento total sea consistente con las perspectivas para el servicio de la deuda argentina en el mediano plazo. Con estas políticas el gobierno tiene confianza de que no va a haber necesidad de refinanciar la deuda externa.

10. Para 1977 el gobierno prevé continuar su programa para reactivar la economía, reducir la inflación, fortalecer la balanza de pagos, reducir restricciones al comercio exterior y eliminar restricciones a la efectivización de pagos y transferencias para las transacciones internacionales corrientes y de capital.

Buenos Aires, Argentina, julio de 1976.

José Alfredo Martínez de Hoz.
Ministro de Economía.

Adolfo César Diz.
Presidente.
Banco Central de la República Argentina.

2. El memorandum de abril de 1977.

MEMORANDUM DEL GOBIERNO ARGENTINO QUE CONSTITUYE LA BASE TECNICA CON EL F.M.I.

El Ministerio de Economía dio a conocer la información Nº 103, del 22 de abril pasado, la que se refiere al memorándum que constituye la base técnica del acuerdo con el F.M.I. para el primer semestre de 1977. Como se recordará, en julio de 1976 la Argentina solicitó un acuerdo con el Fondo por un monto de u$s 300 millones que fue aprobado el 6 de agosto de 1976. En aquel momento sólo se describieron las medidas del programa económico hasta fines de 1976 y se giraron u$s 200 millones del total.

Se estuvo de acuerdo entonces en que la descripción del programa para la primera parte de 1977 se presentara a principios del corriente año. Efectuada la misma, el día miércoles 20 de abril, en su sesión habitual, el Directorio del F. M. I. dio aprobación unánime a este programa.

En el curso de este semestre queda a disposición de la Argentina el saldo de u$s 100 millones del acuerdo mencionado

EL MEMORANDUM

1. Como resultado del grave deterioro de la situación económica y financiera argentina en los últimos años, el Gobierno que asumió el 24 de marzo de 1976 adoptó un programa destinado a restablecer el equilibrio económico interno y externo y a sentar las bases para una recuperación económica sostenida. Específicamente, el programa financiero apuntaba a limitar el déficit global de la balanza de pagos de 1976 a US$ 500 millones y a reducir drásticamente la tasa de inflación interna, que había alcanzado un nivel cercano al 800 % durante el año finalizado en abril de 1976. A los efectos de llevar a cabo estos ajustes correspondía reducir el déficit de Tesorería durante el segundo semestre de 1976, de manera de contener el déficit del año a un máximo de $ 575.000 millones; adoptar un programa monetario y crediticio compatible con el plan para reducir la inflación y con las metas de la balanza de pagos; utilizar de manera flexible las tasas de interés a niveles realistas para aumentar la movilización del ahorro interno y disminuir la tasa de aumento de los salarios nomi-

nales. El manejo ajustado de la demanda interna iba a ser acompañado por el ejercicio de una política de tipo de cambio flexible que reflejara, entre otros factores, la brecha entre la inflación interna y externa, y que lograra el paso gradual de un sistema de tipos de cambio múltiples (incluyendo impuestos y reembolsos para ciertas exportaciones) a un mercado de cambios unificado y libre. Asimismo, una cantidad de restricciones sobre las transacciones externas corrientes iban a ser reducidas o totalmente eliminadas, mientras que los swaps —hasta entonces una de las principales causas de la expansión crediticia— iban a ser drásticamente reducidos.

2. Estas políticas fueron instrumentadas con éxito. Durante 1976, los ingresos por exportaciones excedieron en US$ 900 millones su nivel de 1975, como consecuencia de un fuerte aumento de las exportaciones de productos agrícolas y bienes no tradicionales. Además, el mantenimiento de una política flexible de tipo de cambio, proporcionó un incentivo sostenido a las exportaciones y mantuvo contenida la demanda de importaciones. Así, el balance comercial y la cuenta corriente de la balanza de pagos registraron mejoras de alrededor de US$ 1.900 millones cada una. La cuenta corriente registró un superávit de alrededor de US$ 600 millones, lo cual fue aproximadamente similar a los reintegros netos de capitales al exterior. De este modo, el déficit global de la balanza de pagos ascendió solamente a US$ 36 millones, comparado con US$ 1.100 millones en 1975 y US$ 500 millones originalmente proyectados. Este resultado de la balanza de pagos reflejó una recuperación en la voluntad del público de mantener activos financieros internos, debida, en parte, a una estructura realista de tipos de interés, como así también a una expansión del crédito para los sectores público y privado menor que la proyectada. Como resultado, el crédito neto del Banco Central permaneció por debajo de los objetivos indicados en nuestro memorándum anterior.

3. Un considerable progreso ha sido también realizado hacia la liberalización de los sistemas de cambio y comercio internacional. Sucesivas transferencias de operaciones desde el mercado oficial al mercado libre, condujeron eventualmente a una virtual unificación de los mercados de cambio al tipo libre el 22 de noviembre de 1976, continuando con la aplicación del tipo oficial ($ a 140 por dólar), solamente para el desarrollo declinante de operaciones con seguro de cambio (swaps). Desde entonces, el tipo libre de cambio se ha depreciado en alrededor del 29 % en términos de pesos por dólar. Además, los límites en las ventas de divisas para operaciones por servicios han sido aumentados, los requerimientos de financiamiento externo para importaciones que no sean de bienes de capital han sido eliminados y los correspondientes a bienes de capital han sido drásticamente reducidos, y la obligación a los importadores de adquirir BICE, como así también el requerimiento de que las remesas al exterior de ganancias y dividendos sean hechas en la forma de Bonos Externos ha sido eliminado. Al mismo tiempo, los niveles de los aranceles de importaciones y derechos de exportación han sido sustancialmente reducidos. Las garantías de cambio (swaps) vigentes sobre préstamos externos bajaron de US$ 1.279 millones al 30 de junio de 1976, a US$ 514 millones al 31 de diciembre de 1976, o sea, US$ 56 millones por debajo del nivel proyectado. Por otra parte, las garantías de cambio para importaciones, que ascendían a alrededor de US$ 700 millones en abril de 1976, terminaron por ser eliminadas hacia fin de año.

4. La Argentina también ha hecho importantes progresos en los frentes de precios y fiscal. La necesidad de eliminar distorsiones en la estructura de precios internos ha requerido continuos e importantes ajustes en las tarifas del sector público. No obstante estas acciones correctivas de precios y la gradual recuperación del precio interno de la carne, que tiene gran influencia en el índice de precios al consumidor, los precios aumentaron un 63 % en el período julio-diciembre, equivalente a una tasa anual del 166 %, comparado con una tasa anual de 659 por ciento, durante el primer semestre del año. En el campo de las finanzas del sector público el déficit de la Tesorería, que había alcanzado a un 10 % del Producto Interno Bruto en el período enero-junio, fue reducido a 6,5 % de PBI en la segunda mitad del año, como resultado de un estrecho control de los gastos y la introducción de medidas impositivas de emergencia. El Gobierno considera que el objetivo fiscal de pesos 575.000 millones fue virtualmente cumplido, ya que fue excedido solamente por un mero 2,5 por ciento, o sea alrededor de $ 14.000 millones al 31 de diciembre de 1976.

5. Los siguientes párrafos describen en líneas generales el programa para el primer semestre de 1977, que apunta a la reactivación de la actividad económica, la reducción de la inflación, el fortalecimiento de la balanza de pagos, la reducción de restricciones en el intercambio comercial y la eliminación de restricciones sobre los pagos y transferencias por operaciones internacionales corrientes.

6. En el campo fiscal, se están tomando medidas para reducir gastos presupuestarios y, especialmente, las transferencias de la Tesorería a empresas públicas y provincias. Esto se verá facilitado por la presente política de aumentos periódicos en las tarifas de las empresas públicas que se espera disminuyan durante el año de acuerdo con la marcha de la inflación y por el aumento de la recaudación fiscal que está siendo realizada por las provincias.

Paralelamente con estas medidas, se están realizando esfuerzos para reducir gastos operativos con la ayuda de una reorganización de la administración pública y la eliminación de gastos superfluos. Esta política aumentará el superávit de la cuenta corriente del sector público en comparación con años recientes, lo que a su vez permitirá un apreciable aumento en la inversión pública durante 1977. El logro de este objetivo estará ligado a una drástica reducción del déficit fiscal en relación al PBI y al total de gastos. Por lo tanto, se han establecido, o se establecerán, nuevas medidas impositivas. A nivel nacional ellas incluyen: a) un impuesto a la revaluación de inventarios; b) impuesto sobre la energía y el gas; y c) severas sanciones para los

evasores impositivos, aparte de otras medidas que podrían producir ingresos equivalentes a alrededor del 1,5 % del PBI. Paralelamente a estas medidas se han hecho y continuarán haciendo significativos esfuerzos para aumentar los rendimientos de impuestos vigentes y, particularmente, del impuesto al valor agregado. Los cambios introducidos en este impuesto durante los últimos meses (reducción de las demoras de recaudación y aumento de la tasa básica de un 13 % a un 16 %), juntamente con una intensificación del esfuerzo administrativo conducirán al logro de un significativo aumento de ingresos provenientes de esta fuente. Otras medidas introducidas a fines de 1976 —a) un impuesto a la producción agrícola; b) un impuesto mínimo a las importaciones; c) un cambio de tasas específicas a tasas ad valorem para el caso de impuestos sobre consumos; d) la reducción de la demora en la recaudación de impuestos internos; e) indexación de las deudas al gobierno por pagos de impuestos vencidos— se espera que contribuirán al aumento del ingreso fiscal. Además, importantes cambios están siendo introducidos, o ya han sido introducidos a nivel provincial y municipal, incluyendo un revalúo de las propiedades sujetas al impuesto inmobiliario, un importante aumento de las patentes de los automóviles y la reimplantación del impuesto a las actividades lucrativas. Seguiremos de cerca durante el año los rendimientos de los diferentes impuestos y en el supuesto que no alcanzaren los niveles previstos, de inmediato adoptaremos medidas adicionales en el campo de los ingresos o de los gastos de manera de compensar ese desnivel. Por lo tanto, el gobierno espera que el déficit de la Tesorería no excederá de $ 340.000 millones al 31 de mayo de 1977 ni de $ 420.000 millones al 30 de junio de 1977.

7. El programa monetario y crediticio para el primer semestre de 1977 está diseñado para ser compatible con una mejora en la posición neta de las reservas externas de las autoridades monetarias y la disminución de la inflación. El mantenimiento de tasas de interés a niveles realistas, junto con la esperada declinación de las expectativas inflacionarias, producirán un aumento adicional en los activos financieros del sector privado medidos en términos reales. Se han establecido límites al crédito bancario, a la Tesorería, las entidades públicas más importantes y el sector privado y se ha tenido en cuenta la expansión crediticia causada por las garantías de tipo de cambio otorgadas por el Banco Central y aún vigentes a fines de 1976. De acuerdo con este programa y considerando sus variaciones estacionales, el crédito neto del Banco Central (definido como la circulación monetaria menos los activos externos netos), que era de $ 597.000 millones a fines de 1976, no excederá de $ 750.000 millones al 31 de mayo de 1977 ni de $ 793.000 millones al 30 de junio de 1977.

8. El gobierno considera que el retorno a condiciones financieras más estables durante 1977 debería permitir una recuperación gradual de los salarios reales y una reactivación de la economía. Sin embargo, las autoridades tienen la intención de continuar con una política de salarios cautelosa, que tendría muy en cuenta las mejoras en la productividad. Con respecto a los precios, el Gobierno considera que las distorsiones más serias en la estructura de precios relativos han sido eliminadas. El Gobierno está convencido de que la asignación adecuada de recursos sólo puede lograrse permitiendo que los precios sean determinados por las fuerzas del mercado, aunque se continuará ejerciendo vigilancia, particularmente sobre aquellas empresas que tienen una posición dominante en el mercado. Por otra parte, el Gobierno intenta disminuir aranceles de importación, liberalizar importaciones, y reducir reembolsos a las exportaciones para reducir presiones inflacionarias y mejorar la asignación de los recursos.

9. El Gobierno continúa con su intención previamente expresada, de eliminar todas las restantes restricciones en el sistema de pagos y transferencias por transacciones internacionales corrientes y el sistema de cambios múltiples para fines de 1977, y de continuar reduciendo las restricciones al comercio internacional. Así, el requerimiento mínimo de financiamiento externo aplicado a importaciones de bienes de capital, continuará reduciéndose. Además, los reembolsos más altos a las exportaciones no serán aumentados por encima de los niveles actuales, mientras que los demás no serán incrementados significativamente. Por otra parte, el Gobierno continuará eliminando gradualmente la práctica de otorgar garantías de tipo de cambio sobre préstamos externos a corto plazo. A este respecto, la suma total de tales garantías, que al 31 de diciembre de 1976 era equivalente a US$ 558 millones, no excederá de US$ 230 millones al 31 de mayo de 1977, ni de US$ 140 millones al 30 de junio de 1977, y el saldo restante habrá desaparecido para fines de 1977.

10. Las perspectivas de la balanza de pagos para el primer semestre de 1977 son alentadoras y el Gobierno cree que el programa delineado precedentemente contribuirá a alcanzar otro superávit en la cuenta corriente. Dadas las sustanciales devoluciones netas de obligaciones externas a corto plazo que se realizaron en el segundo semestre de 1976 y la esperada aceleración en el uso de préstamos externos de desarrollo a largo plazo para este año, con el fin de reactivar la economía, se espera que el déficit en la cuenta capital sea reducido sustancialmente. En consecuencia, se estima que el balance de pagos mostrará un superávit de alrededor de US$ 260 millones en los primeros seis meses de 1977. Por lo tanto, y luego de corregir por variaciones estacionales y otros factores, los activos externos netos de las autoridades monetarias se incrementarán por un importe no inferior a US$ 249 millones al 31 de mayo de 1977 y no inferior a US$ 258 millones al 30 de junio de 1977.

11. En el segundo semestre de 1976 la deuda externa de la Argentina logró un mejoramiento en la estructura de sus vencimientos principalmente a través de las devoluciones de créditos a corto plazo del sector público y de la reducción de operaciones de pase vigentes. Como resultado de estos acontecimientos el manejo de la deuda externa en la Argentina está

operando actualmente bajo restricciones menos severas que las del año pasado; por otra parte, debido a un continuo crecimiento de las exportaciones durante 1977 se espera que la relación entre el servicio de la deuda y las exportaciones sea significativamente inferior a la de 1976. El Gobierno tiene la intención de lograr mejoras adicionales en la estructura de vencimientos de la deuda, dirigiendo el endeudamiento externo del sector público hacia el financiamiento de proyectos a más de cinco años, en lugar de créditos de proveedores de corto plazo. Además, las autoridades consideran apropiado restringir el crecimiento de la deuda externa de acuerdo con las perspectivas a mediano plazo de la balanza de pagos. Aunque las expectativas de nuevo endeudamiento del sector público para los primeros seis mese de 1977 no pueden ser cuantificadas con precisión, porque el sistema de control del endeudamiento externo está en proceso de ser perfeccionado, las autoridades confían en que el monto de tales préstamos será básicamente compatible con los objetivos de su programa financiero. Las autoridades tienen la intención de completar a la brevedad el establecimiento del mecanismo de control. En realidad, las bases legales de un sistema para ejercer un firme control sobre la autorización de nuevas deudas externas por parte del sector público han sido ya reafirmadas por una instrucción presidencial emitida a fines de febrero de 1977, estableciendo que todo préstamo del sector público requerirá aprobación previa del Ministerio de Economía y del Banco Central. El crecimiento de la deuda privada será también observado cuidadosamente para garantizar que el aumento del endeudamiento privado se mantenga a niveles compatibles con las perspectivas de la balanza de pagos de la Argentina.

12. El programa semestral descripto precedentemente está de acuerdo con los objetivos de las autoridades argentinas de disminuir la tasa de inflación para lograr un crecimiento económico sostenido y mantener una sólida posición externa.

José Alfredo Martínez de Hoz.
Ministro de Economía

Adolfo C. Diz
Presidente
Banco Central de la República Argentina

3. El memorandum de setiembre de 1977.

APROBO EL DIRECTORIO DEL FONDO MONETARIO INTERNACIONAL UN ACUERDO CONTINGENTE CON LA REPUBLICA ARGENTINA POR UN TOTAL DE 159,5 MILLONES DE DERECHOS ESPECIALES DE GIRO, QUE REPRESENTAN APROXIMADAMENTE 185 MILLONES DE DOLARES DE LOS EE. UU.

El 16 de setiembre pasado, el Directorio del Fondo Monetario Internacional aprobó por unanimidad un Acuerdo contingente con la República Argentina por un total de 159,5 millones de DEG (aproximadamente 185 millones de dólares). En su oportunidad, el Ministro de Economía y el Presidente del Banco Central suscribieron el documento que se transcribe a continuación, por el cual se informa al Organismo Público Internacional del desarrollo de la Economía Argentina y de las políticas actualmente en curso de aplicación.

Memorándum del Gobierno de Argentina sobre ciertos aspectos de su política económica para 1977

1. Cuando la nuevas autoridades asumieron el poder a fines de marzo de 1976, la Argentina estaba sufriendo una aguda inflación, una profunda recesión económica y un grave deterioro en su balanza de pagos. La situación requería medidas drásticas y, rápidamente, se formuló y se puso en aplicación un plan económico-financiero destinado a restablecer el equilibrio económico interno y externo y a sentar las bases para el crecimiento económico. El plan ha sido aplicado con éxito durante los últimos 15 meses. La tasa de inflación ha disminuido significativamente de un nivel anual de más de 900 % a alrededor de 120 %. Debido al aumento de los ingresos y a un ajustado control de los gastos, el déficit del Tesoro Nacional fue reducido de un nivel equivalente al 13 % del PBI en 1975 a menos del 8 % en 1976, y declinó en el último trimestre de 1976 a alrededor de 6 % del PBI. Los mayores ingresos de los gobiernos provinciales y municipales y la modificación de las tarifas de los servicios públicos permitieron una reducción de las transferencias de la Tesorería al resto del sector público. El rígido sistema de control de precios existente hasta marzo de 1976, que había ocasionado distorsiones en los precios así como escasez de bienes fue desmantelado; pero se continúa ejerciendo vigilancia sobre aquellas empresas que tienen una posición dominante en el mercado. Simultáneamente el sistema cambiario fue gradualmente liberalizado y los mercados cambiarios fueron unificados. La modificación del sistema cambiario, unido a una política flexible del tipo de cambio y a una política realista de precios agrícolas, proporcionó un estímulo a las exportaciones de productos tradicionales y no tradicionales. Como consecuencia de ello la balanza de pagos mejoró y a una situación cercana al equilibrio, lograda en la segunda mitad de 1976, siguió un superávit sustancial en los primeros 6 meses de 1977. Además, el saldo de las operaciones de pase, que ascendían a US$ 1.300 millones en junio de 1976, declinó a US$ 100 millones a fines de junio de 1977; o sea que dicho saldo estuvo muy por debajo de nuestra meta para ese mes. La política monetaria se orientó hacia el logro de un equilibrio entre la oferta y la demanda de activos financieros, compatible con el objetivo de reducir la inflación. Esta tarea se vio facilitada por una recuperación en la voluntad del público de mantener activos financieros internos, debida en gran parte a la política de mantener tipos de interés realistas y al ejercicio de una prudente política crediticia. Como consecuencia, los activos internos netos del Banco Central permanecieron muy por debajo del nivel proyectado. Este proceso culminó a mediados de 1977 cuando las autoridades acometieron una reorganización completa del sistema financiero que, en el futuro, hará posible satisfacer los requerimientos financieros del país en forma más eficiente.

2. Los párrafos siguientes describen en líneas generales el programa para 1977. El mismo apunta fundamentalmente hacia la reducción de la inflación y la reactivación gradual de la economía.

Los principales elementos de dicho programa son una reducción sustancial del déficit fiscal, políticas de ingreso bien definidas y un programa crediticio apropiado.

3. A pesar de que el desequilibrio fiscal no es la única causa de la alta inflación existente en la Argentina, indudablemente constituye uno de los principales factores que contribuyen a la misma. Por ello, a la brevedad, es necesario: a) mejorar la eficiencia del sector público; b) reducir gastos públicos, y c) lograr un aumento adicional de los ingresos tributarios. Por ello, el presupuesto del gobierno nacional para 1977 ha sido proyectado con la intención de reducir el déficit fiscal aproximadamente a la mitad en términos reales. Este objetivo solamente podrá ser alcanzado por medio de una combinación de mayores ingresos y reducciones adicionales de los gastos en términos reales. En lo referente a los ingresos, además de las medidas impositivas adoptadas en el segundo semestre del año pasado —algunas de las cuales se hicieron efectivas a comienzos de este año— y las introducidas a comienzos del corriente año, el gobierno recientemente ha decretado una amnistía impositiva que permitirá a los individuos regularizar su situación fiscal. Paralelamente, se han hecho y se continuarán haciendo esfuerzos significativos para aumentar las recaudaciones de los impuestos —particularmente del impuesto al valor agregado—, reduciendo de modo importante la evasión fiscal. El conjunto de estas medidas proporcionará ingresos adicionales para el Gobierno Nacional por un equivalente de alrededor de 1,5 % del PBI, luego de excluir la parte de dichos ingresos que se distribuye a las administraciones provinciales y a los fondos especiales. Dadas la magnitud y la complejidad del gasto público, una reducción drástica del mismo sólo podría ser lograda dentro de un lapso que incluye varios años. Sin embargo, el presupuesto del Gobierno Nacional para 1977 contempla una reducción en la relación del gasto con respecto al PBI equivalente a más de 2,5 puntos porcentuales del PBI, que se obtendrá a través de un estricto control de los gastos directos de la Administración Central y de una reducción en las transferencias al resto del sector público. Esto último será el resultado de mayores ingresos en los presupuestos provinciales y de los esfuerzos hechos para mejorar el funcionamiento de las empresas del estado. Durante el resto del año, controlaremos de cerca los ingresos correspondientes a los diferentes impuestos y en el caso de que sean inferiores a nuestras metas, oportunamente adoptaremos medidas adicionales con respecto a los ingresos o a los gastos, de manera de compensar la deficiencia. Sobre la base de las cifras disponibles para los primeros seis meses, el déficit de la administración central estuvo por debajo de las metas del presupuesto y el Gobierno espera que el déficit de la Tesorería (excluyendo de los ingresos el endeudamiento neto interno y externo) no excederá de $ 736.000 millones al 31 de diciembre de 1977.

4. El programa monetario y crediticio para el segundo semestre de 1977 fue concebido para hacerlo compatible con la deseada disminuición de la inflación. El mantenimiento de tasas de interés a niveles realistas, junto con la esperada disminución de las expectativas inflacionarias, dará lugar a un nuevo incremento en la demanda de activos financieros por parte del sector privado, en términos reales. Además, como resultado de su reciente reordenamiento, el sistema financiero será más eficiente y estará en mejor posición para financiar los requerimientos crediticios de la economía, mientras el poder del Banco Central para controlar la oferta monetaria será fortalecido. Se han establecido límites al crédito bancario a la Tesorería, a las principales entidades públicas y al sector privado; y a través del uso de los efectivos mínimos, recientemente introducidos, el Banco Central asegurará que la expansión global del crédito sea compatible con el aumento esperado en la demanda de recursos financieros por parte del público y con los objetivos en materia de inflación y de balanza de pagos. De acuerdo con este plan, los activos internos netos del Banco Central (definidos como la emisión monetaria menos los activos externos netos), que al 30 de junio de 1977 eran de $ 670.000 millones, no excederán de $ 1.219.000 millones al 31 de diciembre de 1977.

5. El Gobierno está abocado a una política de libre determinación de los precios con el fin de asegurar un funcionamiento más eficiente de la economía argentina. En este contexto, las recientes medidas de control fueron temporarias y estuvieron destinadas a apaciguar las expectativas inflacionarias. Actualmente se ejerce vigilancia sobre aquellas empresas que tienen una posición dominante en el mercado. Este sistema se está liberalizando gradualmente a medida que una adecuada competencia, tanto interna como externa, se va estableciendo en el mercado. A tal fin, los aranceles a las importaciones han sido gradualmente reducidos con el propósito de permitir que la competencia externa cumpla una función de límite potencial en la determinación de los precios. Durante 1977 es nuestro objetivo continuar reduciendo la tasa de inflación. En cuanto a la política salarial, se han acordado ajustes periódicos, pero el Gobierno cree que una mejora permanente del poder adquisitivo de los salarios tendrá que depender de tasas de inflación más bajas y del aumento de la producción y la productividad.

6. Es nuestra intención eliminar el resto de las restricciones cambiarias y las prácticas de tipos de cambio múltiples antes de finalizar el año 1977. El Gobierno intenta continuar con la política de ajustar gradualmente el tipo de cambio para reflejar, entre otras variables, los aumentos diferenciales en los costos externos e internos. Los reembolsos máximos a las exportaciones no serán incrementados sobre los niveles actuales, mientras que los restantes no serán incrementados significativamente.

7. Las perspectivas de la balanza de pagos para el conjunto del año son favorables. Durante el primer semestre del año las reservas internacionales netas aumentaron fuertemente como resultado de una gran actividad exportadora, encabezada por el volumen récord de las ventas de trigo, las altas exportaciones de otros rubros tradicionales, así como también de productos manufacturados. Para el resto del año se espera que las exportaciones continúen a un ritmo satisfactorio, reflejando en parte una continuación de la política de tipo de cambio flexible seguida por las autoridades. Sin embargo, dado que el grueso de las exportaciones de cereales tuvo lugar en el primer semestre del año y que el ritmo de las importaciones se aumentará a medida que la recuperación económica y las inversiones del sector público se materialicen, no se prevé ningún cambio sustancial en las reservas internacionales durante el segundo semestre. Este pronóstico incluye el endeudamiento externo del sector privado, algo que es difícil de proyectar y que queda fuera del control del endeudamiento externo del sector público, expuesto en el párrafo 8. Por lo tanto, el aumento acumulativo (desde fines de 1976) en los activos externos netos de las autori-

dades monetarias no será menor de US$ 534 millones al 31 de diciembre de 1977. Después de fin de año las perspectivas de la balanza de pagos dependerán de la conducta de las exportaciones y de la evolución de las importaciones, que se espera continuarán aumentando debido a la proyectada recuperación de las inversiones y de la producción y a la continuada liberalización de las mismas.

8. El gobierno asigna gran importancia al control de la deuda externa del sector público. Las bases legales de un sistema para ejercer control firme sobre la autorización de nuevas deudas externas a contraer por el sector público fueron reafirmadas por Instrucción Presidencial, emitida a fines de febrero de 1977, estableciendo que todos los préstamos al sector público requerirán previa aprobación del Ministerio de Economía y del Banco Central. Tal mecanismo ha sido establecido y está en vigencia. El Ministerio de Economía y el Banco Central han establecido pautas anuales para los préstamos externos para el sector público que deben ser compatibles con la capacidad de endeudamiento externo de la Argentina y de su sector público, como así también con los programas de inversión autorizados por el gobierno. Debido a este control y también al rápido incremento de las exportaciones, durante 1977 la deuda externa total del sector público, como así también el servicio de dicha deuda, han estado disminuyendo sustancialmente en relación con la exportación de percaderías y servicios. Al mismo tiempo, debido a la política de eliminar el uso de operaciones de pase con el Banco Central y, en general, a las políticas financiera y de tipo de cambio, el endeudamiento externo total del sector privado ha disminuido en términos absolutos.

9. Para 1978 el Gobierno proyecta continuar su programa de crecimiento económico sostenido, reducción adicional de la inflación y mantenimiento de una sólida posición de la balanza de pagos.

Al aprobar el Acuerdo Argentino, el Fondo Monetario emitió el siguiente Comunicado de Prensa:

"El Fondo Monetario Internacional ha aprobado un acuerdo de derecho de giro a favor del Gobierno Argentino por el que se autoriza compras hasta el equivalente de 159.5 millones de Derechos Especiales de Giro (DEG) durante los próximos doce meses en apoyo de un programa para fortalecer la situación de la balanza de pagos y reducir la tasa de inflación.

A principios de 1976, Argentina estaba experimentando una aguda inflación, una fuerte recesión económica y un serio deterioro de su Balanza de Pagos. Desde marzo de 1976, cuando el nuevo gobierno asumió el poder, la situación ha mejorado. La inflación fue reducida de una tasa anual de más de 900 por ciento a aproximadamente el 120 por ciento y el déficit presupuestario del Gobierno Central disminuyó del equivalente de 13 por ciento al 6 por ciento del Producto Bruto Interno. Simultáneamente, se suprimió la rígida estructura de precios y se liberalizó gradualmente el régimen de cambios. Los mercados cambiarios fueron unificados. Durante el segundo semestre de 1976, la Balanza de Pagos mejoró hasta alcanzar el equilibrio, y durante los primeros siete meses de 1977 se logró un superávit de US$ 888 millones. El programa para el resto de 1977, en apoyo del cual fue aprobado el actual acuerdo de derecho de giro, tiene como objetivo una mayor reducción de la tasa de inflación y la consolidación de la mejora de la balanza de pagos. Está basado en políticas que tienen por objeto producir una nueva reducción del déficit fiscal a menos del 4 por ciento del P. B. I. y la aplicación de políticas cautelosas de ingresos de crédito. La cuota de Argentina en el Fondo equivale a DEG 440 millones. Sus compras netas actuales alcanzan el equivalente de DEG 565,6 millones".

Apéndice B. El modelo de estabilización y su funcionamiento a corto plazo

El desarrollo comentado en el texto se corresponde básicamente con el trabajo presentado por R. Dornbusch en la reunión de la Econometric Society realizado en Buenos Aires en julio de 1980 bajo el título "Inflation stabilisation and capital mobility".

Las ecuaciones que definen el caso analizado son las siguientes:

$y = a\theta - br$

para el mercado de bienes

$i = cy - dx$

para el mercado monetario

$B = f\theta - gy + h\,(i - \dot{e})$

ó $B = f\theta - gy + h\,(r - \dot{\theta})$

para el balance de pagos

donde y: producto interno

θ: tipo real de cambio (precio relativo de bienes comercializables internacionalmente en términos de bienes domésticos)

i: tasa nominal de interés doméstica

x: saldos monetarios reales ($x = m - p$)

B: saldo de balance de pagos

e: tipo de cambio nominal

$\dot{e}$: tasa de devaluación nominal

r: tasa de interés real interna ($r = i - p$)

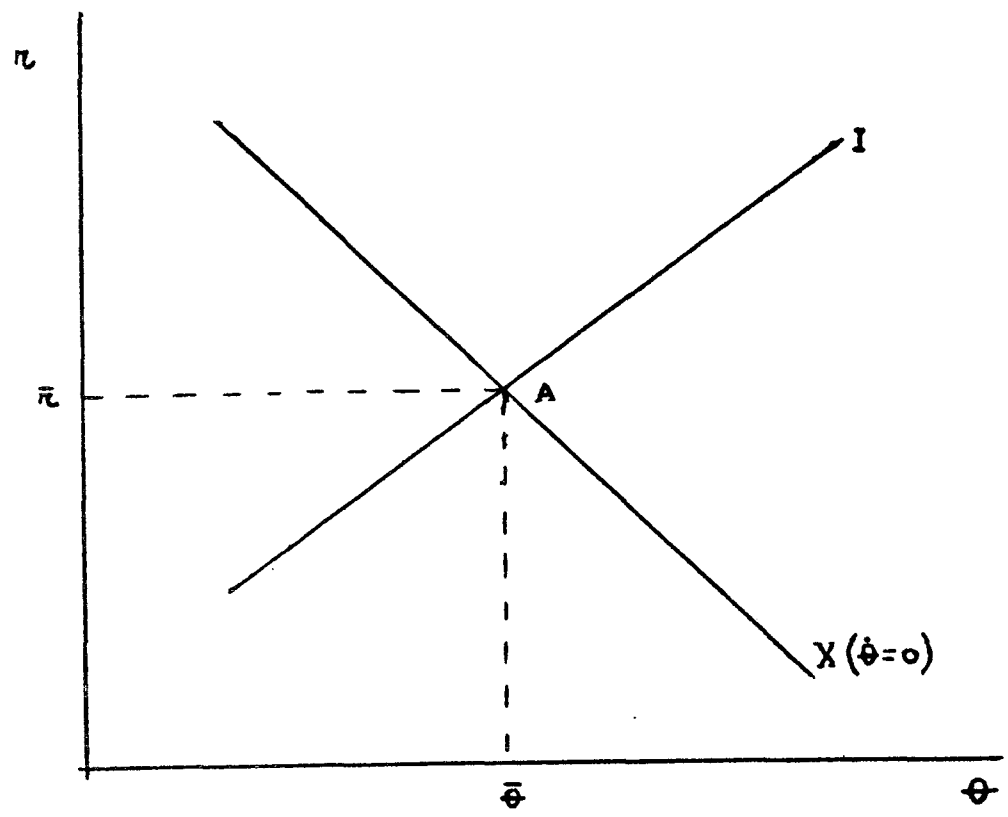
$\dot{\theta}$: tasa de devaluación real ($\dot{\theta} = \dot{e} - \dot{p}$)

Las ecuaciones representan la versión reducida del modelo; en ellas tanto y, θ, x como m y p corresponden a los respectivos logaritmos de los valores originales. La tasa de interés nominal externa, para simplificar el modelo, ha sido igualada a cero. Las ecuaciones para los puntos de equilibrio interno y externo, referidas a la tasa real de interés y el tipo real de cambio son las siguientes:

$$r_I = \frac{1}{b}\left[-y + a\theta\right]$$

$$r_x = \frac{1}{h}\left[B + gy - f\theta + h\dot{\theta}\right]$$

que permiten construir, bajo el supuesto de que θ es un valor razonable y en consecuencia $\dot{\theta} = 0$, el siguiente gráfico:



Para mantener el equilibrio externo todo aumento en la tasa real de interés -que induce entradas de capital- debe ser acompañado de una caída en el tipo real de cambio, o sea una revaluación real -que produce déficit en cuenta corriente- de allí que la pendiente de X sea negativa. Para mantener el equilibrio interno todo aumento en la tasa real de interés -que reduce el volumen de actividad- debe ser acompañada de una devaluación real -que produce expansión en la cuenta corriente, de allí que la pendiente de I sea positiva.

A la derecha de I se ubican las posiciones de exceso de demanda en el mercado interno.

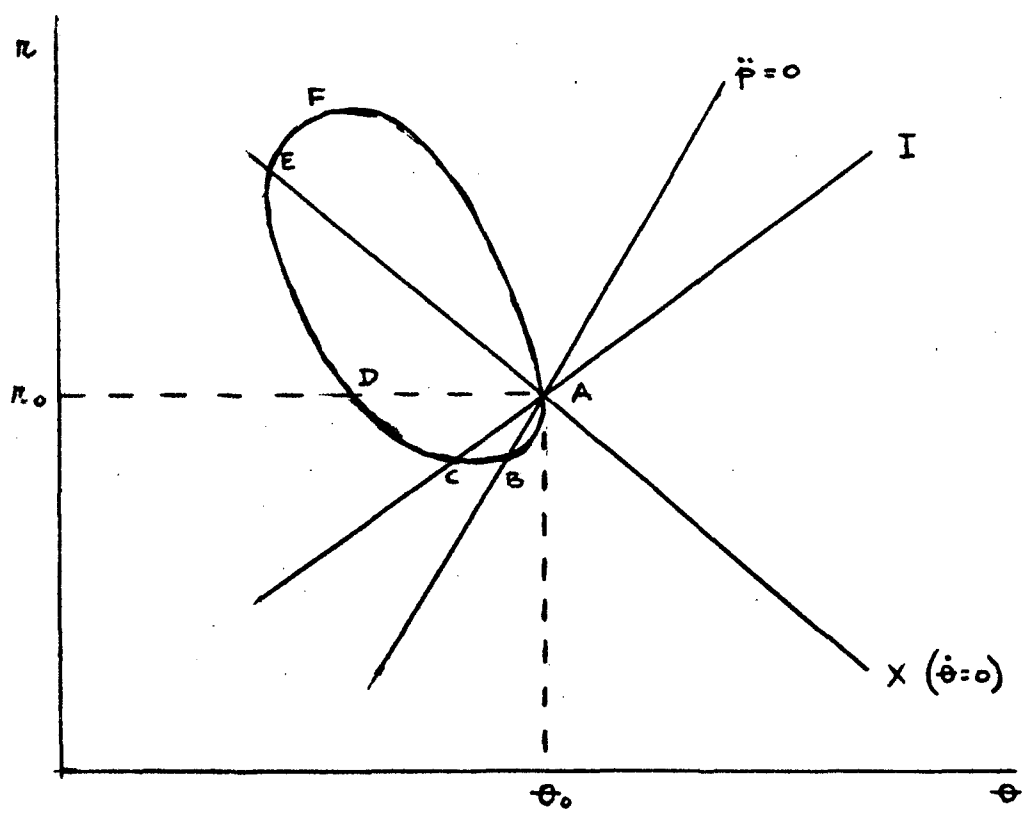
A la derecha de X se ubican las posiciones de superavit en el balance de pagos.

Las ecuaciones para la inflación y los instrumentos de política son las siguientes:

$$\ddot{p} = \nu\,(\dot{e} - \dot{p}) + \mu y$$
$$\ddot{e} = -\kappa\,(\dot{e} - \dot{e}^*)$$

donde $\ddot{p}$ y $\ddot{e}$ son las tasas de desaceleración de la variación de precios y tipo de cambio y $\dot{e}^*$ la tasa objetivo de largo plazo para la variación del tipo de cambio.

Un sendero temporal de ajuste de las variables -cual el discutido en el texto- puede verse en el gráfico siguiente:



La curva $\ddot{p}$ = o se construye despejando $\dot{\theta}$ en la ecuación de balance de pagos, en la que se reemplaza y por su valor en la ecuación de equilibrio en el mercado interno; el resultado es introducido en la ecuación para $\ddot{p}$, recordando que $(\dot{e} - \dot{p}) = \dot{\theta}$ y reemplazando también el valor de equilibrio del ingreso. Para $\ddot{p}$ = o la expresión resultante es:

$$r_{\dot{p}} = - \frac{[a\,(h\mu - \vartheta g) + \vartheta f]\Theta + \vartheta B}{b\,(\vartheta g - h\mu) + \vartheta h}$$

la que será positiva si $\vartheta g \gg h\mu$

Los puntos B, C, D, E y F representan distintas posiciones de la intersección de las curvas de equilibrio interno y externo en diversas instancias del proceso de reajuste.

Entre A y B se ha iniciado el proceso de revaluación real, los precios no sólo no decaen sino que se aceleran, la tasa real de interés tiende a caer, entran capitales externos y el ingreso real se incrementa.

Entre B y C sigue operando la revaluación, los precios comienzan a desacelerarse, se insinúa el deterioro de la cuenta corriente, desaparece el exceso de demanda, la tasa real de interés deja de caer.

Entre C y D continúa la revaluación y la caída de reservas, inducida por el déficit en cuenta corriente (los efectos de precios son mayores que los del ingreso sobre las exportaciones netas) es compensada por una entrada de capitales estimulada por el aumento en la tasa de interés.

Entre D y E continúa la revaluación, si bien la caída en el ingreso por la suba de la tasa de interés permite volver al equilibrio en el balance de pagos y ayuda a desacelerar la tasa de inflación.

Entre E y F la tasa de crecimiento de precios -debido al efecto ingreso- cae por debajo de la pauta de devaluación nominal, con lo que finaliza la revaluación real y comienza a mejorar la cuenta corriente y el saldo del balance de pagos; se detiene la caída en el ingreso real.

Entre F y A hay superavit en cuenta corriente y cuenta capital, lo que induce una caída en la tasa de interés real. El aumento en el ingreso implica una aceleración en la tasa de inflación por encima de la pauta cambiaria, que puede haberse anulado y así se converge a la situación real inicial, con una tasa de inflación menor.

Apéndice C. Las estimaciones sobre el nivel y la variación del tipo de cambio real

El tipo de cambio real es una variable central en el análisis de la política económica bajo cualquier circunstancia pero asume un papel aún más significativo cuando se pretende llevar adelante una transformación en las relaciones económicas de una nación con el resto del mundo, particularmente cuando se intenta pasar de esquemas relativamente cerrados a otros más abiertos y más aún cuando la elección de su nivel y tasa de variación es parte de la política activa de las autoridades económicas.

Pocos temas han sido discutidos con mayor énfasis que este en Argentina durante los últimos años, resultado básicamente de la tremenda variabilidad que su nivel de referencia ha mostrado a lo largo del período del ministerio de Martínez de Hoz. En oposición de lo que cabe esperar como reglas de funcionamiento de un esquema de relaciones internacionales más abiertas, donde la estabilidad y crecimiento de la economía dependen crucialmente de la habilidad para conducir la política económica sobre estrechas bandas de variación para los parámetros que definen su comercio con el exterior y el movimiento internacional de capitales -el tipo de cambio real y la tasa de interés real- la amplitud de las variaciones observadas en ambas durante esta gestión no conocen precedentes en conducciones anteriores del ministerio.

Para facilitar la comprensión de las discusiones presentamos aquí datos referidos a dos enfoques clásicos de cálculo del tipo de cambio real. En primer lugar recordamos aquéllos de mayor tradición

como elemento de referencia en los que se observa la marcha relativa de los precios internos y externos, cociente que al ser asociado con el tipo de cambio nominal vigente en un momento determinado (en el que se suponen ciertas condiciones particulares de equilibrio) o con algún tipo de "paridad teórica" calculado conforme a estudios que comparan precios específicos en algún momento del tiempo, permite evaluar con cierta aproximación el grado de sobre o subvaluación de la cotización nominal vigente a un momento determinado. En segundo lugar incluimos cálculos más recientes basados en modelos de regresión que, definiendo al tipo de cambio real como la relación entre el precio de los bienes comercializables y los no comercializables, tratan de determinar su nivel de equilibrio y eventual desplazamiento temporal, así como el posible atraso o adelanto, a través de la comparación entre los valores estimados por los modelos y aquellos efectivamente registrados.

1. La comparación de precios

Estos datos corresponden a la metodología clásica de evaluar la marcha de precios relativos entre Argentina y Estados Unidos. Se ha utilizado como base de referencia a dos investigaciones sobre tipos de cambio de paridad teórica determinados en función de comparaciones directas de precios: los trabajos de CEPAL (Braithwaite) para 1960 y los de ECIEL (Salazar-Carrillo) para 1970. Como se desprende claramente del cuadro 1 la diferencia entre ellos, una vez aceptada la validez del método de interpolación, muestra que entre 1970 y 1960 habría indicios de lo que sería luego eje central de la discusión reciente: el tipo de cambio real de equilibrio se habría revaluado entre esos dos períodos en algo menos del 10 %. Las tasas de cambio de paridad allí cal

culadas son extrapoladas conforme a los índices de precios relativos mencionados y luego comparadas con los tipos de cambio nominales vigentes en cada momento que se presentan en el cuadro 2. Los cocientes presentados en el cuadro 3 ubican a los tipos nominales en el numerador, de donde los valores superiores a la unidad registran el exceso del tipo de mercado sobre la paridad teórica (53 % conforme a Braithwaite para 1960, 60 % según Salazar en 1970). Los valores cercanos a la unidad registrados en 1979 e inferiores a ella para 1980 y principios de 1981 están indicando entonces una sobrevaluación absoluta aún con respecto a esos cálculos. En el gráfico 1 puede apreciarse la relación que este tipo de indicadores tiene con referencia al promedio que comprende los veinte años desde 1960 hasta 1980 y en el gráfico 2 se presentan los resultados trimestrales desde 1976 en adelante comparados con ese promedio y con el correspondiente al último quinquenio, los que son prácticamente coincidentes.

2. La estimación de Rodríguez y Sjaastad

Estos autores plantean un modelo simple que entienden representativo de los elementos esenciales para el estudio del tema del atraso cambiario. El planteo se basa en dos precios relativos medidos en moneda local: el de los importables en términos de exportables (Pm/Px) y el de los no comerciados internacionalmente en términos de los bienes exportables (Ph/Px). La afirmación fundamental del modelo es que (Pm/Px) puede suponerse independiente del tipo de cambio, por cuanto una devaluación aumentaría el valor en pesos de ambos productos y no alteraría su precio relativo. En cambio, al no afectar directamente el precio en pesos de los bienes no comerciados, el tipo de cambio puede alterar, al menos en el corto plazo, el precio relativo de di-

chos bienes en términos de cualquiera de los bienes comerciados (exportables o importables). El modelo predice el valor de equilibrio para (Ph/Px) dado el valor de (Pm/Px); si la predicción es menor al valor real puede concluirse que Ph está muy alto, o lo que es lo mismo, que el tipo de cambio está muy bajo. Se obtiene así, al decir de los autores, "una estimación rigurosa de la posible desviación del tipo real de cambio con respecto a su valor de equilibrio" (Rodríguez y Sjaastad, 1979).

Acotando la validez de los resultados por problemas que hacen tanto a los datos básicos como a cuestiones estrictamente asociadas con la metodología de la estimación, presentan dos ecuaciones que corresponden a una versión logarítmica de los índices y a sus primeras diferencias.

Los resultados, computados con datos trimestrales de componentes del índice de precios mayoristas desde 1955 a 1977 son los siguientes:

1) $\ln\left(\frac{PMN}{PMA}\right) = \underset{(-0,75)}{-0,044617} + \underset{(7,42)}{0,4119842} \ln\left(\frac{PMI}{PMA}\right)$ $\quad R^2 = .824 \quad dw = 1,48$

2) $\Delta \ln\left(\frac{PMN}{PMA}\right) = -0,002 + 0,494051 \; \Delta \ln\left(\frac{PMI}{PMA}\right)$ $\quad \bar{R}^2 = .43 \quad dw = 1,88$

(los valores entre paréntesis corresponden al estadístico t)

PMN precios mayoristas nacionales no agropecuarios, o sea industriales a los que se asume representativos de los no comerciados.

PMA precios mayoristas agropecuarios nacionales (corresponden a los exportables)

PMI precios mayoristas importados (importables)

En base a estas ecuaciones y tomando a los valores predichos como los valores de equilibrio a largo plazo para el precio relativo de los productos no comerciados, obtienen por diferencia con los valores reales una medida del atraso o adelanto cambiario para el año 1978 y primer trimestre de 1979. De ella deducen que, contrariamente a versiones ampliamente divulgadas, el año 1978 en promedio no parece haber sido de atraso cambiario sino más bien de equilibrio. En el cuadro 4 presentamos las estimaciones de Rodríguez y Sjaastad que corresponden a la ecuación en diferencias logarítmicas y los resultados de una estimación adicional efectuada por nosotros, basada en la ecuación en los logaritmos de los valores originales, que cubre los años 1970 a 1980 a nivel anual y trimestral desde 1975 en adelante. Los datos son terminantes en cuanto a que bajo la gestión del doctor Martínez de Hoz se registran los valores extremos de la serie: el período observado de mayor subvaluación del peso corresponde al segundo trimestre de 1977 -cuando se produce la Reforma Financiera y se libera la tasa de interés- en tanto que la mayor sobrevaluación ocurre en el último período observado, el que corresponde al primer trimestre de 1981.

3. Las estimaciones de Cavallo.

En el trabajo "El saldo del balance comercial y el tipo de cambio real" el autor se propone investigar en forma empírica la relación entre la balanza comercial y el tipo de cambio real, definiendo también el tipo de cambio real como el precio relativo de los bienes comercializados con respecto al de los no comercializados (ver Cavallo 1980). El modelo utilizado trata de explicar el saldo de la balanza comercial como una función del tipo de cambio real y de un conjunto de

variables exógenas plausibles, recurriendo a una variada y compleja serie de estimaciones por mínimos cuadrados ordinarios, que permiten al autor presentar también comparaciones entre el tipo de cambio real observado y aquél que hubiera mantenido en equilibrio a la balanza comercial

Los cálculos se apoyan en la siguiente ecuación:

Constante	$\left(\frac{2(X-M)}{X+M}\right)_{-1}$	log (R)	$\log(\frac{P_x^e}{P_m^e})_{-2}$	log(1-tx)	log(1+tm)	$\log(\frac{PBI}{PCB})$	$\frac{\Delta CI}{M_3} - \pi$
- 1.113 (1.42)	.502 (4.11)	.585 (2.52)	- .203 (1.78)	.103 (.47)	.139 (.81)	- .634 (1.49)	- .206 (1.36)

Coeficiente de largo plazo de log (R)	Coeficiente de largo plazo de $\frac{\Delta CI}{M_3} - \pi$	D.W.	R^2
1.17	- .414	2.04	.76

a través de la cual se explica a $\frac{2\ (X-M)}{X + M}$ estimada con datos trimestrales desde 1971 a 1979

donde X exportaciones de bienes y servicios a precios corrientes

M importaciones de bienes y servicios a precios corrientes

R tipo de cambio real

P_x^e, P_m^e índice de precios de exportaciones e importaciones en dólares

tx impuesto promedio sobre exportaciones

tm arancel promedio sobre importaciones

$\frac{PBI}{PBO}$ producto interno a costo de factores "per capita"

$\frac{\Delta CI}{M_3} - \pi$ tasa de expansión del crédito interno real

y permiten, en tanto se acepte a estos resultados como razonables esti

madores del tipo de equilibrio, cuantificar el rezago cambiario. Los datos, leídos de una presentación gráfica del trabajo original muestran que durante 1976, 1977 y mediados de 1978 el tipo de cambio real estuvo muy por arriba del nivel que hubiera asegurado un saldo nulo de la balanza comercial, en tanto que el rezago sería del orden del 7, 10 y 20 % en los tres últimos trimestres de 1979.

En el gráfico 3, por último, presentamos una comparación del adelanto o atraso cambiario calculado con los tres métodos comentados. Los datos dejan pocas dudas sobre tres aspectos centrales, el adelanto inicial mantenido hasta la reforma financiera, la revaluación real como proceso permanente desde 1977 y la notable variabilidad de la política observada a lo largo de los cinco años de la gestión del doctor Martínez de Hoz.

Cuadro 1

Tasas de cambio de paridad

($ por u$s)

Período	Tasas de paridad del poder de compra (TPPC) 1/	2/	Paridad real CEPAL 3/
1960	0,512	0,512	0,54
1961	0,559	0,566	0,59
1962	0,727	0,720	0,71
1963	0,938	0,912	0,94
1964	1,189	1,139	1,17
1965	1,442	1,473	1,47
1966	1,677	1,720	1,76
1967	1,975	1,999	2,11
1968	2,113	2,134	2,23
1969	2,153	2,169	2,32
1970	2,3686	2,3686	2,46
1971	3,217	3,122	3,18
1972	5,419	5,050	5,00
1973	7,165	7,245	7,42
1974	7,184	7,350	7,44
1975	18,975	20,344	19,65
1976	106,15	108,82	109,93
I	55,29	57,84	57,26
II	99,98	107,81	103,54
III	121,15	122,64	125,47
IV	146,45	145,10	151,66
1977	251,84	251,33	260,81
I	183,76	183,51	190,30
II	209,19	208,40	216,64
III	264,05	260,45	273,45
IV	347,12	349,16	359,47
1978	588,78	600,94	609,74
I	421,94	434,29	436,96
II	521,62	539,91	540,19
III	621,77	636,60	643,90
IV	778,30	782,31	806,00
1979	1.322,77	1.349,28	1.369,24
I	959,28	992,49	793,41
II	1.168,07	1.206,81	1.209,66
III	1.497,76	1.495,29	1.551,06
IV	1.627,13	1.657,84	1.685,03
1980	2.033,89	2.096,30	2.112,37
I	1.734,20	1.772,07	1.801,12
II	1.945,91	1.970,70	2.021,00
III	2.127,30	2.178,32	2.209,39
IV	2.305,08	2.441,08	2.394,03
1981	3.908,46	4.023,53	4.060,32
I	2.446,78	2.622,55	2.541,20
II	3.154,08	3.316,82	3.275,79
III	4.394,80	4.493,28	4.564,38
IV	5.590,26	5.582,84	5.805,97

1/ Calculado a partir de la tasa de paridad de poder de compra para el PBI en el año 1970, de Jorge Salazar-Carrillo, Real Product and Price Comparisons for Latin American and Other World Countries, ECIEI, (mimeo) y actualizado a través del índice de precios mayoristas nacionales (Argentina) y del índice de precios mayoristas, nivel general (EE.UU.).

2/ Ibidem, actualizada a través del índice de precios mayoristas nacionales no agropecuarios (Argentina) y del índice de precios industriales (EE.UU.).

3/ La paridad dada por la CEPAL para el año 1960 (Boletín Económico de América Latina, Vol. XII, Nº 2, octubre de 1967) se actualizó a través de los índices de precios implícitos en el producto bruto (Argentina-EE. UU.) para el período 1960-1973. Fuente: Organización Techint, Boletín Informativo, Nº 200.
Posteriormente se actualizó el índice de precios mayoristas nacionales (Argentina) y el índice de precios mayoristas, nivel general (EE.UU.).

Cuadro 2

Tipos de cambio

($ por u$s)

Período	Mercado Oficial*			Exportaciones no tradicionales
	Importaciones	Exportaciones	Transferencias financiaras	
1960	0,8280	0,8280	0,8280	-
1961	0,8313	0,8313	0,8288	-
1962	1,1598	1,1598	1,1595	-
1963	1,3861	1,3861	1,3861	-
1964	1,4100	1,4100	1,4102	-
1965	1,7162	1,7162	1,7162	-
1966	2,0935	2,0935	2,0935	-
1967	3,3350	3,3350	3,3350	-
1968	3,5000	3,5000	3,5000	-
1969	3,5000	3,5000	3,5000	-
1970	3,7917	3,7917	3,7917	-
1971	4,6981	4,6981	5,4175	4,79
1972	8,1302	8,1302	9,8792	8,20
1973	8,6704	8,6704	9,9800	9,77
1974	8,6704	8,6704	9,9800	9,95
1975	27,9647	27,7205	40,9692	31,63
1976	193,65	187,36	218,76	201,91
I	93,50	97,64	113,21	116,71
II	189,55	187,11	248,00	187,11
III	227,19	214,25	249,50	244,50
IV	264,33	250,42	264,33	259,33
1977	423,13	423,13	423,13	-
I	324,17	324,17	324,17	-
II	375,67	375,67	375,67	-
III	439,17	439,17	439,17	-
IV	553,50	553,50	553,50	-
1978	808,29	808,29	808,29	-
I	677,83	677,83	677,83	-
II	769,50	769,50	769,50	-
III	830,50	830,50	830,50	-
IV	955,33	955,33	955,33	-
1979	1.333,92	1.333,92	1.333,92	-
I	1.099,50	1.099,50	1.099,50	-
II	1.256,83	1.256,83	1.256,83	-
III	1.414,50	1.414,50	1.414,50	-
IV	1.564,83	1.564,83	1.564,83	-
1980	1.852,1	1.852,1	1.852,1	-
I	1.705,2	1.705,2	1.705,2	-
II	1.820,5	1.820,5	1.820,5	-
III	1.909,5	1.909,5	1.909,5	-
IV	1.973,0	1.973,0	1.973,0	-
1981	4.751,7	4.751,7	5.969,0	-
I	2.219,7	2.219,7	2.219,7	-
II	3.623,0	3.623,0	4.348,0	-
III	5.340,3	5.340,3	7.391,7	-
IV	7.823,7	7.823,7	9.916,7	

* Los promedios anuales y trimestrales fueron calculados sobre la base de las cotizaciones correspondientes a fin de cada mes.

Fuente: Organización Techint, Boletín Informativo, varios números.

Cuadro 3

Tipo de cambio real

Valores de relación entre los tipos de cambio nominales y las tasas de cambio de paridad

Período	TCTF / TPPC 1	TCE / TPPC 1	TCM / TPPC1	TCM / TPPC 2	TCTF / PR
1960	1,62	1,62	1,62	1,62	1,53
1961	1,48	1,49	1,49	1,47	1,40
1962	1,59	1,60	1,60	1,61	1,63
1963	1,48	1,48	1,48	1,52	1,47
1964	1,19	1,19	1,19	1,24	1,21
1965	1,19	1,19	1,19	1,17	1,17
1966	1,25	1,25	1,25	1,22	1,19
1967	1,69	1,69	1.69	1,67	1,58
1968	1,66	1,66	1,66	1,64	1,57
1969	1,63	1,63	1,63	1,61	1,51
1970	1,60	1,60	1,60	1,60	1,54
1971	1,68	1,46	1,46	1,50	1,70
1972	1,82	1,50	1,50	1,61	1,98
1973	1,39	1,21	1,21	1,20	1,35
1974	1,39	1,21	1,21	1,18	1,34
1975	2,16	1,46	1,47	1,37	2,08
1976	2,06	1,77	1,82	1,78	1,99
I	2,05	1,77	1,69	1,62	1,98
II	2,35	1,87	1,90	1,76	2,40
III	2,06	1,77	1,88	1,85	1,99
IV	1,80	1,71	1,80	1,82	1,74
1977	1,68	1,68	1,68	1,68	1,62
I	1,76	1,76	1,76	1,77	1,70
II	1,80	1,80	1,80	1,80	1,73
III	1,66	1,66	1,66	1,69	1,61
IV	1,59	1,59	1,59	1,59	1,54
1978	1,37	1,37	1,37	1,35	1,33
I	1,61	1,61	1,61	1,56	1,55
II	1,48	1,48	1,48	1,43	1,42
III	1,34	1,34	1,34	1,30	1,29
IV	1,23	1,23	1,23	1,22	1,19
1979	1,01	1,01	1,01	0,99	0,97
I	1,15	1,15	1,15	1,11	1,11
II	1,08	1,08	1,08	1,04	1,04
III	0,94	0,94	0,96	0,95	0,91
IV	0,96	0,96	0,96	0,94	0,93
1980	0,91	0,91	0,91	0,88	0,88
I	0,98	0,98	0,98	0,96	0,95
II	0,94	0,94	0,94	0,92	0,90
III	0,90	0,90	0,90	0,88	0,86
IV	0,86	0,86	0,86	0,81	0,82
1981	1,53	1,22	1,22	1,18	1,47
I	0,91	0,91	0,91	0,85	0,87
II	1,38	1,15	1,15	1,09	1,33
III	1,68	1,22	1,22	1,19	1,62
IV	1,77	1,40	1,40	1,40	1,71

Fuente: Elaborado en base a los Cuadros 1 y 2.

TCTF : tipo de cambio para transferencias financieras.

TCE : tipo de cambio para exportaciones.

TCM : tipo de cambio para importaciones.

TPPC 1: tasa de paridad de poder de compra con base en el cálculo de ECIEI para 1970 y niveles generales de los índices de precios mayoristas en Argentina y Estados Unidos.

TPPC 2: id. anterior pero utilizando precios industriales.

PR : paridad real calculada por CEPAI para 1960 actualizada por índices de precios globales.

Cuadro 4

El atraso cambiario

Períodos	PMN/PMA (reales)	PMI/PMA (reales)	PMN/PMA (estimado)	Atraso (+) o Adelanto (-)	Estimación Rodríguez Sjaastad
	(1)	(2)	(3)	(4)	
1970	.980	.950	.936	4,7	
1971	.789	.789	.867	- 9,0	
1972	.776	.812	.878	- 11,6	
1973	.835	.928	.927	- 9,9	
1974	.940	1,155	1,015	- 7,4	
1975	1,184	1,685	1,186	- 0,1	
I	1,049	1,150	1,013	+ 3,5	
II	1,170	1,434	1,109	+ 5,5	
III	1,338	1,915	1,250	+ 7,0	
IV	1,130	1,794	1,217	- 7,1	
1976	1,071	2,117	1,303	- 17,8	
I	1,132	2,448	1,383	- 18,1	
II	1,268	2,799	1,460	- 13,2	
III	1,024	1,990	1,270	- 19,4	
IV	0,978	1,728	1,198	- 18,4	
1977	1,003	1,816	1,223	- 18,0	
I	0,953	1,736	1,200	- 20,6	
II	0,967	2,046	1,284	- 24,7	
III	0,982	1,829	1,226	- 19,9	
IV	1,048	1,667	1,180	- 11,2	
1978	1,065	1,322	1,073	- 0,7	
I	1,117	1,651	1,176	- 5,0	- 6,0
II	1,106	1,474	1,122	- 1,4	- 2,3
III	1,076	1,295	1,064	+ 1,1	+ 1,9
IV	1,021	1,110	0,998	+ 2,3	+ 3,6
1979	1,077	1,018	0,963	+ 11,8	
I	1,093	1,068	0,983	+ 11,2	+ 10,3
II	1,107	1,079	0,987	+ 12,2	
III	1,011	0,934	0,930	+ 8,7	
IV	1,110	1,025	0,966	+ 14,9	
1980	1,192	1,089	0,991	+ 20,3	
I	1,166	1,104	0,996	+ 17,1	
II	1,148	1,055	0,978	+ 17,4	
III	1,140	1,034	0,970	+ 17,6	
IV	1,304	1,164	1,018	+ 28,1	
1981	1,304	1,447	1,114	+ 17,1	
I	1,443	1,333	1,077	+ 34,0	

Fuentes y métodos:

Columnas 1 y 2 datos del Indice de Precios Mayoristas del INDEC base 1960 = 100.

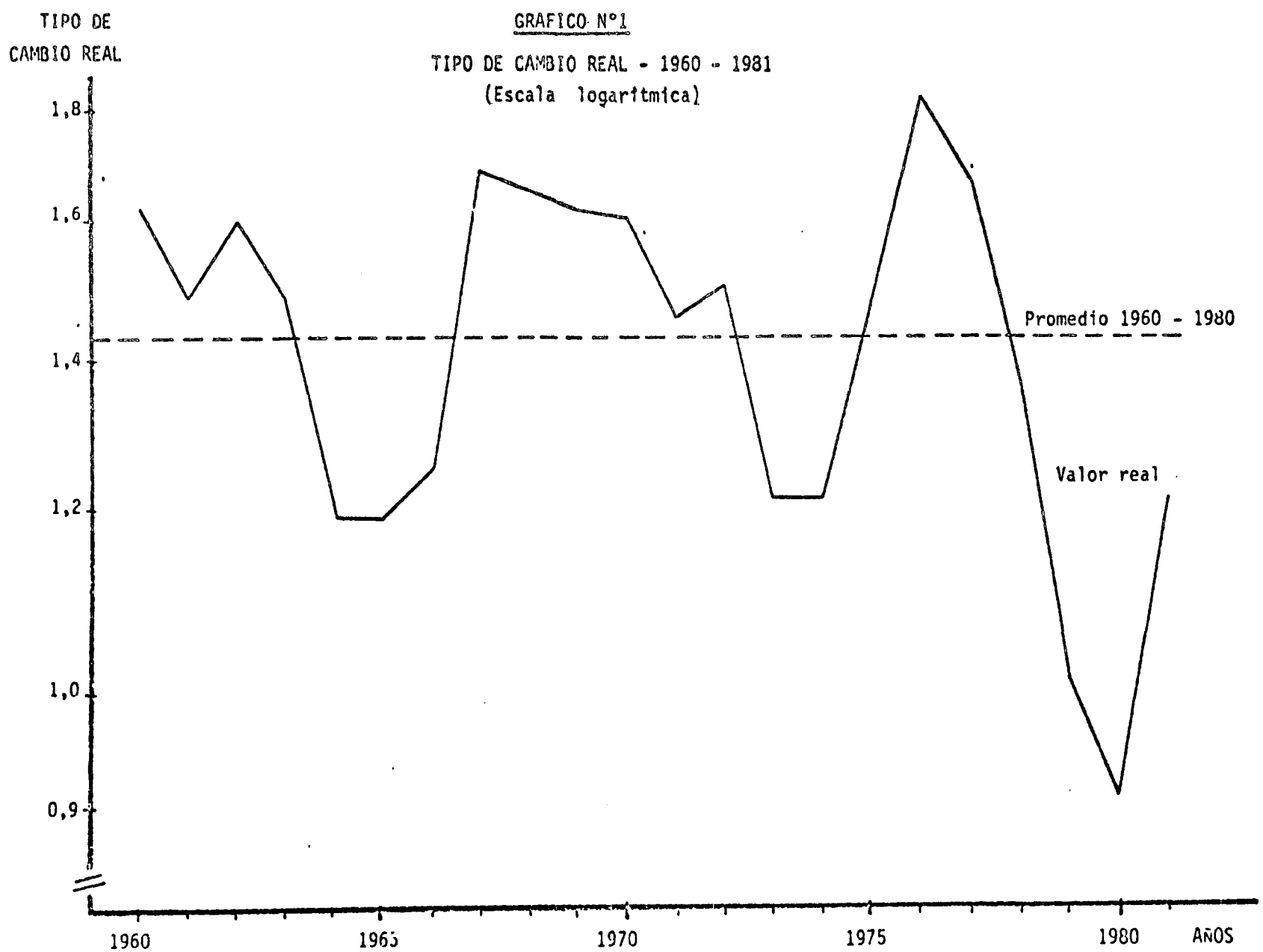
PMN precios mayoristas nacionales no agropecuarios (industriales).
PMA precios mayoristas agropecuarios nacionales.
PMI precios mayoristas importados.

Columna 3, estimaciones basadas en la ecuación 1 del texto sin introducir ajuste estacional en la variable independiente.

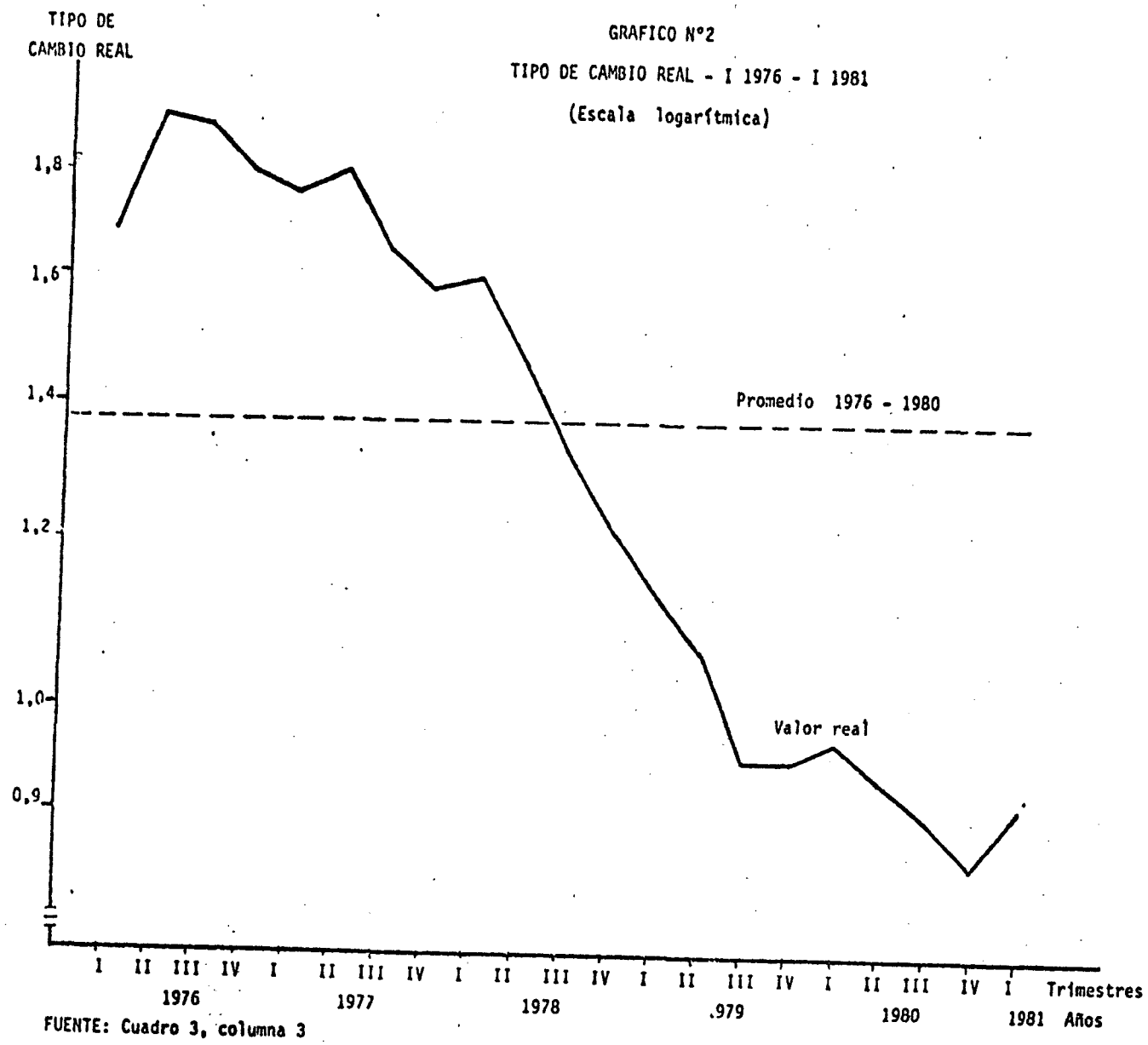
Columna 4 = $\frac{1 - 3}{3}$ x 100.

GRAFICO N°1

TIPO DE CAMBIO REAL - 1960 - 1981
(Escala logarítmica)



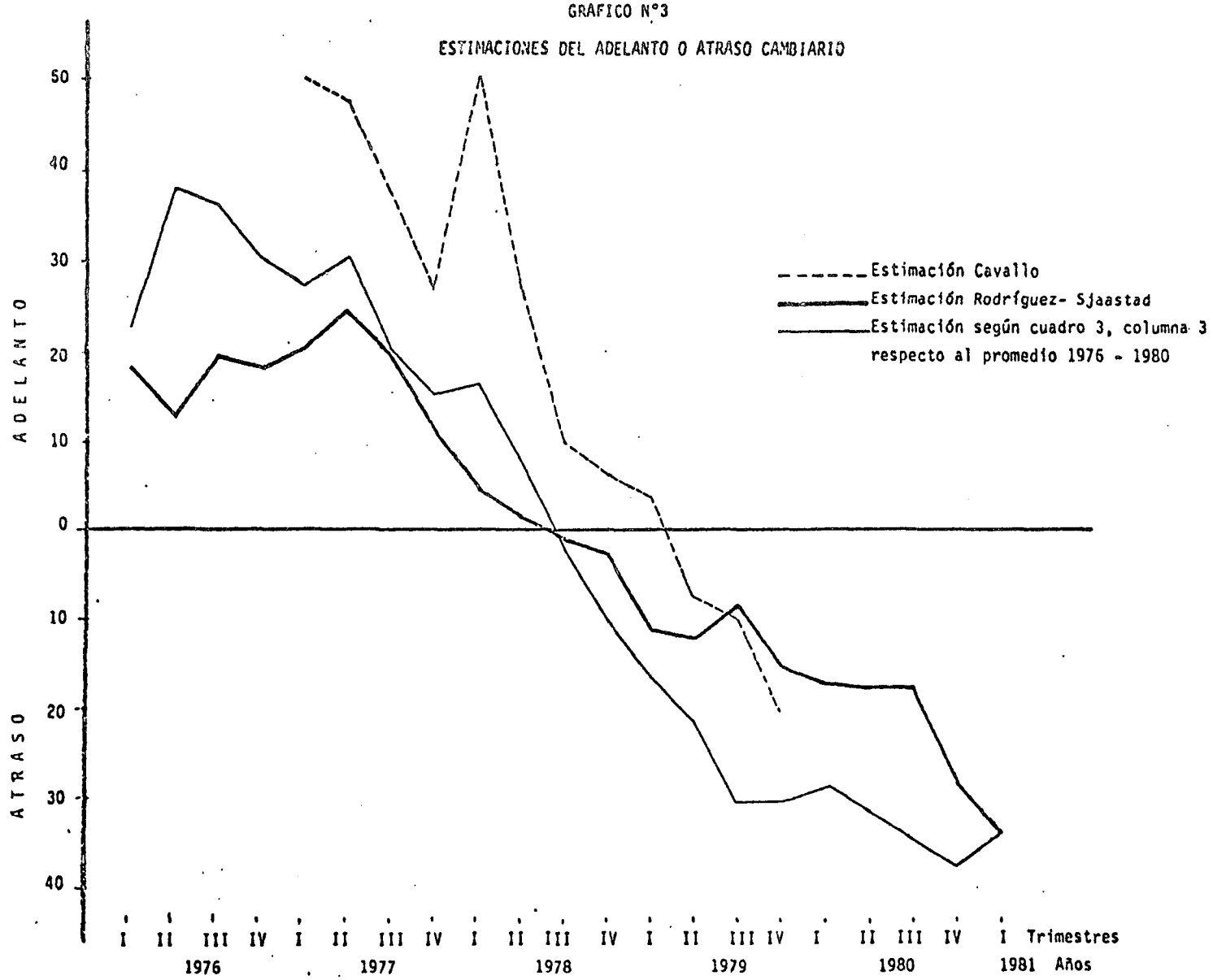
FUENTE: Cuadro 3, columna 3.



FUENTE: Cuadro 3, columna 3

GRAFICO N°3

ESTIMACIONES DEL ADELANTO O ATRASO CAMBIARIO



D. Estadísticas básicas

Cuadro I.1

PRINCIPALES COMPONENTES DE LA OFERTA Y DEMANDA GLOBAL

Valores absolutos en millones de pesos a precios de 1960 y variaciones porcentuales sobre igual período del año anterior

	Producto bruto Costo de factores		Consumo total		Inversión bruta		Importaciones		Exportaciones		Producto industrial		Producto agropecuario		Producto servicios	
	Valores	%	Valores	%	Valores	%	Valores	%	Valores	%	Valores	%	Valores	%	Valores	%
1965	11.457,8	+ 9,1	9.934,6	+ 0,2	2.431,3	+ 7,3	1.164,5	- 1,1	1.342,2	+ 9,8	3.882,1	+ 13,8	1.834,9	+ 5,9	5.215,9	+ 7,6
1966	11.529,6	+ 0,6	10.015,9	+ 0,8	2.256,6	- 7,8	1.122,1	- 3,6	1.474,2	+ 9,8	3.907,7	+ 0,7	1.766,3	- 3,7	5.298,9	+ 1,6
1967	11.840,7	+ 2,7	10.269,1	+ 2,5	2.358,2	+ 4,5	1.125,2	+ 0,3	1.456,7	- 1,2	3.966,9	+ 1,5	1.842,1	+ 4,3	5.404,9	+ 2,0
1968	12.245,1	+ 4,3	10.665,8	+ 3,9	2.608,7	+ 10,6	1.195,9	+ 6,3	1.436,0	- 1,4	4.224,7	+ 6,5	1.742,1	- 5,4	5.648,7	+ 4,5
1969	13.403,7	+ 8,6	11.310,4	+ 6,0	3.168,2	+ 21,4	1.476,5	+23,5	1.667,6	+ 16,1	4.682,4	+ 10,8	1.837,6	+ 5,5	6.034,3	+ 6,8
1970	14.121,3	+ 5,4	11.741,5	+ 3,8	3.401,4	+ 7,4	1.472,0	- 0,3	1.728,4	+ 7,2	4.977,9	+ 6,3	1.940,6	+ 5,6	6.279,7	+ 4,1
1971	14.785,0	+ 4,7	12.053,9	+ 6,9	4.132,4	+ 21,5	1.581,9	+ 7,5	1.577,9	- 11,8	5.458,5	+ 9,7	1.717,9	- 11,5	6.556,8	+ 4,5
1972	15.347,8	+ 3,8	12.569,8	+ 4,3	4.185,8	+ 1,3	1.439,0	- 9,0	1.482,6	- 6,0	5.783,9	+ 6,0	1.741,0	+ 1,3	6.776,7	+ 3,4
1973	16.070,6	+ 4,7	13.346,3	+ 6,2	3.999,3	- 4,5	1.328,2	- 7,8	1.572,0	+ 6,0	6.161,6	+ 6,4	1.918,9	+ 10,2	7.053,0	+ 4,2
1974	17.053,2	+ 6,1	14.445,0	+ 8,2	4.177,7	+ 4,6	1.525,3	+14,3	1.567,6	- 0,3	6.526,0	+ 6,1	2.003,4	+ 4,4	7.529,0	+ 6,6
1975	16.905,8	- 0,9	14.720,8	+ 1,9	4.088,9	- 2,1	1.601,6	+ 5,0	1.294,7	- 17,4	6.342,0	- 2,8	1.973,0	- 1,5	7.568,9	+ 0,5
I	16.233,7	+ 3,8	14.284,4	+11,2	3.713,8	+ 1,6	1.787,3	+47,8	1.086,5	- 23,6	5.919,9	+ 2,9	1.863,0	- 0,7	7.569,8	+ 6,0
II	17.610,4	+ 1,3	15.525,8	+ 5,9	4.121,1	- 0,9	1.726,7	+25,3	1.354,6	- 14,7	6.783,3	+ 1,4	2.123,0	- 4,9	7.770,8	+ 3,1
III	16.689,5	- 2,8	14.462,7	- 2,2	3.966,4	- 3,2	1.536,3	+ 1,8	1.374,1	- 4,0	6.276,8	- 5,6	2.076,4	+ 0,3	7.399,1	- 1,6
IV	16.887,0	- 5,1	14.010,5	- 6,3	4.554,2	- 3,2	1.355,9	-32,4	1.383,7	- 25,3	6.391,4	- 8,9	1.826,4	- 0,3	7.535,7	- 4,8
1976	16.616,3	- 1,7	13.290,0	- 9,7	4.299,4	+ 5,1	1.223,1	-23,6	1.320,6	+ 40,6	6.058,9	- 4,6	2.051,9	+ 4,0	7.389,0	- 2,4
I	16.791,2	- 3,3	13.465,1	- 9,5	3.659,4	- 1,5	1.142,6	-36,1	1.301,7	+ 22,1	5.520,5	- 6,7	2.020,3	+ 8,3	7.240,3	- 4,4
II	16.970,0	- 3,6	13.534,9	-12,8	4.341,8	+ 5,4	1.098,0	-37,0	1.775,0	+ 31,0	6.354,0	- 6,3	2.114,6	- 0,4	7.364,1	- 5,2
III	16.774,3	+ 0,5	13.200,0	- 8,7	4.535,6	+ 14,4	1.370,3	-10,8	1.994,3	+ 45,1	6.096,9	- 2,9	2.139,3	+ 3,0	7.407,9	+ 0,1
IV	16.930,5	- 0,3	12.949,8	- 7,6	4.660,6	+ 2,3	1.291,4	- 4,8	2.211,6	+ 59,8	6.264,2	- 2,0	1.933,3	+ 5,8	7.544,0	+ 0,1
1977	17.437,4	+ 4,9	12.875,0	- 3,0	4.996,3	+ 16,2	1.529,4	+26,8	2.743,5	+ 50,7	6.313,7	+ 4,2	2.077,4	+ 1,2	7.779,8	+ 5,3
I	16.011,9	+ 1,4	12.010,1	-10,8	4.349,0	+ 18,8	1.372,5	+20,1	2.538,6	+ 95,0	5.513,1	- 0,1	1.987,3	- 1,6	7.361,3	- 1,7
II	17.946,7	+ 5,8	12.732,1	- 6,0	5.266,0	+ 21,3	1.548,5	+42,3	3.193,8	+ 79,9	6.502,5	+ 8,3	2.306,7	+ 9,1	7.808,7	+ 6,0
III	18.181,6	+ 8,4	13.128,1	- 0,5	5.505,8	+ 21,4	1.677,8	+18,8	2.893,8	+ 45,1	6.729,0	+ 10,4	2.142,6	+ 0,2	8.027,5	+ 8,4
IV	17.603,3	+ 4,0	13.629,7	+ 5,8	4.864,3	+ 4,4	1.568,9	+28,3	2.348,5	+ 6,2	6.510,3	+ 3,9	1.873,1	- 3,1	7.921,7	+ 5,0
1978	16.838,3	- 3,4	12.395,3	- 3,7	4.476,0	- 10,4	1.335,8	-12,7	2.894,3	+ 5,5	5.812,0	- 7,9	2.113,5	+ 1,7	7.637,6	- 1,8
I	15.429,6	- 3,6	11.014,9	- 0,8	3.761,4	- 13,5	1.283,9	- 6,5	2.495,5	- 1,7	4.878,0	- 11,5	2.062,5	+ 3,8	7.233,1	- 1,7
II	17.163,1	- 4,4	12.027,0	- 5,5	4.790,2	- 9,0	1.284,8	-17,0	3.252,7	+ 1,9	5.935,9	- 8,7	2.324,4	+ 0,8	7.619,5	- 2,4
III	17,290,3	- 4,9	12.287,5	- 6,4	4.576,6	- 16,9	1.400,8	-13,9	3.461,2	+ 19,6	6.111,8	- 9,2	2.153,4	+ 0,5	7.793,8	- 2,9
IV	17.470,3	- 0,8	13.351,8	- 2,0	4.775,9	- 1,8	1.373,9	-12,4	2.367,7	+ 0,8	6.322,2	- 3,9	1.913,5	+ 3,2	7.903,9	- 0,2
1979	18.248,0	+ 8,4	13.741,1	+10,9	5.078,9	+ 13,5	1.906,6	+42,7	3.059,3	+ 5,7	6.451,2	+ 11,0	2.201,1	+ 4,1	8.241,0	+ 7,9
I	17.226,7	+11,6	13.261,3	+11,3	4.570,2	+ 21,5	1.644,8	+28,1	2.668,0	+ 6,9	5.686,9	+ 16,6	2.310,5	+ 12,0	7.849,9	+ 8,5
II	18.665,2	+ 8,8	13.185,0	+ 9,6	5.245,8	+ 9,5	1.718,5	+33,3	3.710,9	+ 14,1	6.704,1	+ 12,9	2.351,3	+ 1,2	8.213,9	+ 7,8
III	18.631,1	+ 7,8	14.048,8	+14,3	5.084,3	+ 11,1	2.029,1	+44,9	3.288,0	- 5,0	6.751,2	+ 10,5	2.149,7	- 0,2	8.445,5	+ 8,4
IV	18.469,1	+ 5,7	14.469,3	+ 8,4	5.415,2	+ 13,4	2.240,0	+63,0	2.570,2	+ 8,6	6.662,8	+ 6,4	1.993,0	+ 4,2	8.454,8	+ 7,0
1980	18.219,0	- 0,2	14.278,4	+ 3,9	5.321,5	+ 4,8	2.503,7	+31,3	2.844,6	- 7,0	6.207,2	- 1,8	3.081,0	- 5,5	8.482,1	+ 2,9
I	17.761,5	3,1	13.798,0	+ 4,0	5.147,2	+ 12,6	2.423,0	+47,3	2.917,8	+ 9,6	5.863,9	3,1	2.161,6	- 6,4	8.307,6	+ 5,8
II	18.118,3	- 2,9	13.515,2	+ 2,5	5.718,8	+ 9,0	2.221,2	+29,7	2.817,9	- 24,1	6.242,7	- 6,9	2.114,3	- 10,1	8.270,9	+ 0,7
III	18.638,4	0,0	14.798,9	+ 5,3	5.275,3	+ 3,8	2.579,5	+27,1	2.905,3	- 11,6	6.385,4	- 5,4	2.144,7	- 0,2	8.694,8	+ 3,0
IV	18.357,7	- 0,6	15.001,6	+ 3,7	5.144,5	- 5,0	2.791,0	+24,6	2.737,5	+ 6,5	6.335,9	- 4,9	1.903,2	- 4,5	8.655,1	+ 2,4
1981	17.107,6	- 6,1	13.493,1	- 5,5	4.156,1	- 21,9	2.095,6	-16,3	3.146,1	+ 10,6	5.214,0	- 16,0	2.145,5	+ 3,1	8.125,9	- 4,2
I	17.583,9	- 1,0	14.722,5	+ 6,7	4.282,5	- 16,8	2.757,4	+13,8	2.771,9	- 5,0	5.541,4	- 5,5	2.148,6	- 0,6	8.224,5	- 1,0
II	17.810,3	- 1,7	13.339,5	- 1,3	4.803,8	- 16,0	2.279,0	+ 2,6	3.708,4	+ 31,6	5.418,7	- 13,2	2.363,8	+ 11,8	8.279,2	+ 0,1
III	16.644,1	-10,7	12.904,6	-12,8	3.671,6	- 30,4	1.834,0	-28,9	3.596,8	+ 23,8	4.872,8	- 23,7	2.110,4	- 1,6	7.990,5	- 8,1
IV	16.393,4	-10,7	12.856,4	-14,3	3.976,7	- 22,7	1.537,8	-44,9	2.518,5	- 8,0	5.068,7	- 20,0	1.962,2	+ 3,1	7.832,9	- 9,5

FUENTE: Banco Central

Cuadro I.2

Datos del sector público (en % del PBI)

Año	Presión tributaria	Ahorro corriente	Inversión real	Necesidad de financiamiento de la Tesorería		
				Global	Total	Banco Central
1970	18,1	6,4	7,3	1,0	0,9	1,0
1971	15,9	3,8	7,1	3,6	2,3	2,3
1972	14,0	3,4	7,6	4,3	2,3	1,7
1973	16,2	0,8	6,7	6,4	5,3	4,3
1974	19,2	1,3	7,3	6,7	6,1	5,4
1975	13,8	-5,6	8,2	14,4	11,2	9,9
1976	15,3	3,1	10,8	9,4	6,9	3,5
1977	18,1	9,4	11,4	3,0	2,4	1,4
1978	19,6	7,9	11,2	3,6	2,0	-
1979	18,9	5,7	9,0	3,1	2,0	-
1980	22,7	4,6	9,1	4,2	1,3	3,4
1981	19,8	2,7	9,1	6,8	.	5,1

Fuente: Informe Económico, Reseña Estadística, Ministerio de Economía Anexo B, BS 448, 5/7/82.

Cuadro I.3

Indices de precios

	Precios al consumidor en Capital Federal		Precios al por mayor								Precios al por mayor relativos Indice: base 1970 = 100	
			Nivel general		Agropecuarios		Nacionales no agropecuarios		Importados		Nacionales no agropec. / Agropecuarios	Nacionales no agropec. / Importados
	Indice: base 1970 = 100	% variac. período anterior	Indice: base 1970 = 100	% variac. período anterior	Indice: base 1970 = 100	% variac. período anterior	Indice: base 1970 = 100	% variac. período anterior	Indice: base 1970 = 100	% variac. período anterior		
1965	41,3	28,6	50,3	23,9	47,7	9,5	51,6	30,5	42,4	30,1	108,2	121,7
1966	54,5	32,0	60,1	19,5	57,8	21,2	61,6	19,4	50,7	19,6	106,6	121,5
1967	70,4	29,2	75,4	25,5	72,8	26,0	76,8	24,7	71,7	41,4	105,5	107,1
1968	81,8	16,2	82,6	9,5	80,0	9,9	84,1	9,5	77,5	8,1	105,1	108,5
1969	88,0	7,6	87,7	6,2	86,4	8,0	88,3	5,0	85,8	10,7	102,2	102,9
1970	100,0	13,6	100,0	14,0	100,0	15,7	100,0	13,3	100,0	16,6	100,0	100,0
1971	134,7	34,7	139,5	39,5	148,3	48,3	136,7	36,7	123,1	23,1	92,2	111,0
1972	213,5	58,5	246,9	77,0	288,8	94,7	228,6	67,2	247,0	100,6	79,2	92,6
1973	342,2	60,3	370,5	50,1	411,5	42,5	350,5	53,3	402,1	62,8	85,2	87,2
1974	425,1	24,2	444,7	20,0	454,7	10,5	434,1	23,9	550,3	36,9	95,5	78,9
1975	1.201,9	182,7	1.300,7	192,5	1.108,7	143,8	1.339,9	208,7	1.967,2	257,5	120,9	68,1
I	591,6	19,3	620,2	21,5	587,2	18,8	628,5	23,3	710,9	12,2	107,0	88,4
II	761,7	28,8	823,9	32,8	715,6	21,9	854,1	35,9	1.080,2	51,9	119,4	79,1
III	1.402,8	84,2	1.594,6	93,5	1.237,9	73,0	1.690,2	97,9	2.475,4	131,0	136,5	67,7
IV	2.051,3	46,2	2.164,0	35,7	1.896,7	53,2	2.187,0	29,4	3.582,4	43,6	115,3	61,0
1976	6.539,0	444,1	7.721,7	499,0	6.976,5	529,3	7.626,9	469,2	15.548,6	690,4	109,3	49,1
I	3.280,5	59,9	4.018,6	85,7	3.425,1	80,6	3.958,2	81,0	8.826,9	146,4	115,6	44,8
II	6.149,8	87,5	7.412,7	84,4	5.780,2	68,8	7.483,2	89,1	17.032,9	93,0	129,5	44,0
III	7.267,3	18,2	8.933,6	20,5	8.278,9	43,2	8.657,5	15,7	17.347,7	1,8	104,6	49,9
IV	9.458,3	30,1	10.801,1	20,9	10.434,4	26,0	10.414,1	20,3	18.986,9	9,4	99,8	54,8
1977	18.049,6	176,0	19.436,0	149,4	18.399,4	163,7	18.834,3	146,9	35.175,4	126,2	102,4	53,5
I	12.357,5	30,7	13.877,8	28,5	13.775,4	32,0	13.395,7	28,6	25.170,1	32,6	97,2	53,2
II	15.085,4	22,1	16.393,0	18,1	15.718,4	14,1	15.520,8	15,9	33.254,5	34,5	98,7	45,8
III	19.188,4	27,2	20.480,6	24,9	19.642,4	25,0	19.693,9	26,9	37.812,4	11,7	100,3	52,1
IV	25.567,1	33,2	26.989,8	31,8	24.991,9	27,2	26.740,3	35,8	43.264,5	16,0	107,0	61,0
1978	49.728,4	175,6	47.810,1	146,0	44.456,0	141,6	48.331,8	156,6	61.858,9	75,9	108,7	78,1
I	33.541,8	31,2	33.428,1	23,9	29.697,2	18,8	33.846,0	26,2	51.610,6	17,7	114,0	65,6
II	43.585,5	29,9	42.272,4	26,5	38.067,6	28,2	42.990,5	27,0	59.080,7	14,5	112,9	72,8
III	53.458,3	22,7	50.860,3	20,3	47.011,9	23,5	51.656,8	20,2	64.116,0	8,5	109,9	80,6
IV	68.327,9	27,8	64.679,4	27,2	62.216,2	32,3	64.868,1	25,6	72.701,4	13,4	104,3	89,2
1979	129.050,1	159,5	119.189,1	149,3	111.486,3	150,8	122.532,7	153,5	119.434,6	93,1	109,9	102,6
I	90.244,6	32,1	82.320,6	27,3	76.031,9	22,2	84.851,6	30,8	85.503,9	17,6	111,6	99,2
II	112.134,8	24,3	103.754,5	26,0	94.987,0	24,9	107.301,8	26,5	107.924,4	26,2	113,0	99,4
III	143.673,3	28,1	136.757,1	31,8	133.999,0	41,1	138.254,5	28,8	132.277,2	22,6	103,2	104,5
IV	170.147,8	18,4	153.924,1	12,6	140.927,1	5,2	159.723,0	15,5	152.032,7	14,9	113,3	105,1
1980	259.087,3	100,8	209.090,3	75,4	181.737,3	63,0	221.022,1	80,4	208.382,0	74,5	121,6	106,1
I	201.598,6	18,5	171.765,4	11,6	151.540,9	7,5	180.304,2	12,9	176.123,2	15,8	119,0	102,4
II	239.193,2	18,6	196.720,3	14,5	175.816,1	16,0	205.005,9	14,3	195.235,7	10,9	117,2	105,5
III	274.415,8	14,7	222.106,6	12,9	199.882,9	13,7	232.123,2	12,7	217.400,1	11,4	116,1	106,8
IV	321.141,7	17,0	245.728,9	10,6	199.709,3	- 0,1	265.895,2	14,5	244.768,8	12,6	133,1	108,6
1981	529.771,6	104,5	438.217,6	109,6	352.399,7	93,9	469.143,8	112,2	536.904,5	157,7	133,1	87,4
I	367.546,6	14,4	268.375,6	9,2	201.516,7	0,9	296.623,5	11,6	252.751,4	15,5	147,2	104,9
II	452.520,8	23,1	354.344,8	32,0	266.989,1	32,5	387.050,8	30,5	435.896,8	54,2	145,0	88,8
III	523.889,0	29,0	497.620,4	40,4	400.687,4	50,1	529.458,3	36,8	654.762,8	50,2	132,1	80,9
IV	715.130,0	22,5	632.520,7	27,1	540.405,5	34,9	663.265,6	25,3	774.207,0	18,2	122,7	85,7

FUENTE: INDEC.

Cuadro 1.4

Principales datos del Balance de Pagos

En millones de dólares

Años	Transacciones corrientes: Mercancías: Exportación	Importación	Saldo	Servicios y transf.	Saldo	Capital autónomo	Pagos internacionales*			Reservas deuda externa (a fin de cada período): Sector público	Sector privado	Total
							Variación reservas	Capital compensatorio	Total			
1965	1.488,0	1.195,0	+293,0	- 110,7	+182,3	-143,4	+15,7	- 24,8	+39,9	301,3	1.687,1	962,9	2.650,0
1966	1.593,2	1.124,3	+468,9	- 216,4	+252,5	- 210,4	- 4,7	- 28,4	+23,7	296,6	1.768,8	893,8	2.662,6
1967	1.464,5	1.095,5	+369,0	- 188,8	+180,2	+ 243,8	+479,8	+ 65,0	+414,8	776,4	1.818,4	825,3	2.643,7
1968	1.367,9	1.169,2	+198,7	- 217,2	- 18,5	+175,2	+ 57,3	-102,2	+159,5	833,7	1.754,4	1.150,9	2.805,3
1969	1.612,1	1.576,1	+ 36,0	- 259,6	- 223,6	+ 106,0	-259,9	-150,4	-109,5	573,8	1.996,3	1.234,4	3.230,7
1970	1.773,2	1.684,6	+ 88,6	- 226,9	- 138,3	+390,2	+185,0	- 74,9	+259,9	758,8	2.143,4	1.732,4	3.875,8
1971	1.740,4	1.868,1	-127,7	- 261,0	-388,7	- 189,5	-384,6	+131,0	-560,4	374,2	2.526,8	1.829,2	4.356,0
1972	1.941,1	1.904,7	+ 36,4	- 259,3	-222,9	- 74,5	+167,1	+381,6	-284,7	841,3	3.045,9	2.046,0	5.091,9
1973	3.266,0	2.229,5	+1.036,5	- 315,8	+720,7	+ 15,0	+921,0	+208,4	+731,2	1.462,3	3.559,3	2.807,1	6.366,4
1974	3.930,7	3.634,9	+295,8	- 168,6	+127,2	- 53,7	- 51,3	- 187,8	+ 94,7	1.411,0	4.679,4	3.409,6	8.089,0
1975	2.961,3	3.946,5	-985,2	- 299,6	-1.284,6	+191,1	-791,1	+296,9	-1.094,5	619,9	5.295,3	3.853,8	9.149,1
I	633,4	1.043,3	-409,9	- 98,5	- 508,4	+112,8	+379,5	+ 13,2	- 404,2	1.031,5			
II	807,1	1.060,3	-253,2	-113,3	- 366,5	+ 71,5	-315,3	- 6,2	- 307,5	716,2			
III	759,1	942,7	-183,6	- 15,1	- 198,7	+ 38,7	-216,4	- 52,7	- 160,5	499,8			
IV	761,7	900,2	-138,5	- 72,5	211,0	- 31,9	120,1	+342,6	- 222,3	619,9			
1976	3.916,1	3.033,0	+883,1	-233,5	+649,6	-332,7	+1.192,4	+1.084,1	+194,7	1.812,3	5.189,1	3.190,5	8.279,6
I	713,7	645,5	68,2	- 35,8	+ 32,4	-114,0	+ 64,3	+139,3	- 7,7	684,2			
II	1.006,0	660,5	345,5	- 84,2	+261,3	+ 4,6	+479,5	+227,4	+255,2	1.163,7			
III	1.076,2	883,1	193,1	- 38,6	+154,5	-141,3	+130,7	+131,9	+ 10,8	1.294,4			
IV	1.120,2	843,9	276,3	- 74,9	+201,4	-265,2	+517,9	+585,5	- 63,6	1.812,3			
1977	5.651,8	4.161,5	+1490,3	- 200,4	+1.286,5	+1.276,3	+2.226,5	-261,8	+2.479,0	4.038,8	6.043,7	3.634,5	9.678,2
I	1.260,0	875,1	+384,9	- 30,7	+354,2	- 19,0	+291,3	- 38,6	+ 335,3	2.103,6			
II	1.695,0	1.018,4	+676,7	-138,2	+538,5	- 62,9	+440,4	- 34,7	+ 477,8	2.544,0			
III	1.464,4	1.140,9	+323,5	+ 23,2	+346,7	+429,5	+692,8	- 8,3	+ 693,0	3.236,8			
IV	1.232,3	1.127,1	+105,2	- 54,7	+ 50,5	+938,9	+802,0	-180,2	+ 967,9	4.038,8			
1978	6.399,5	3.833,8	+2.565,8	-732,2	+1.833,6	+1.333,9	+1.998,4	-1.367,4	+3.199,8	6.037,2	8.357,0	4.139,1	12.496,1
I	1.330,4	857,9	+472,5	-194,5	+ 278,0	+1.076,9	+1.184,7	-206,8	+1.375,1	5.223,3			
II	1.808,4	871,3	+ 937,1	-182,1	+755,0	+459,7	+546,0	-712,8	+1.244,6	5.769,6			
III	1.966,4	1.045,7	+ 920,7	-166,6	+754,1	+ 35,4	+480,6	-416,6	+ 784,1	6.250,1			
IV	1.294,3	1.058,8	+235,5	-189,0	+ 46,5	-238,1	-212,9	- 31,3	- 204,0	6.037,2			
1979	7.809,9	6.700,0	+1.109,9	-1.646,3	- 536,4	+4.686,9	+4.442,4	-140,4	+4.378,1	10.479,0	9.960,3	9.074,4	19.034,7
I	1.549,3	1.198,2	+ 351,1	- 414,9	- 63,8	+1.054,2	+ 996,6	- 50,2	+ 992,0	7.033,8			
II	2.383,0	1.378,6	+1.004,4	- 536,5	+467,9	+ 970,6	+1.478,7	- 25,6	+1.499,0	8.512,5			
III	2.160,7	1.903,5	+257,2	-314,3	- 57,1	+1.274,3	+1.181,1	- 44,6	+1.172,6	9.693,6			
IV	1.716,9	2.219,7	-502,8	-380,6	-883,4	+1.387,8	+ 786,0	- 20,0	+ 714,5	10.479,6			
1980	8.028,4	10.500,0	-2.471,6	-2.218,0	-4.689,9	+2.592,5	-2.796,1	-142,2	-2.514,5	7.683,5	14.459	12.703	27.162
I	2.059,5	2.282,4	- 222,9	- 523,1	- 746,0	+1.222,5	+187,3	- 43,8	+ 437,1	10.666,9			
II	1.927,4	2.291,1	- 363,7	- 632,7	- 996,4	- 715,3	-1.477,0	- 23,3	-1.747,4	9.189,9			
III	2.038,4	2.770,0	- 731,6	- 407,0	-1.138,6	+1.561,3	+ 301,5	+ 56,7	+ 398,7	9.491,4			
IV	2.003,1	3.156,5	-1.153,4	- 655,2	-1.808,6	+ 530,0	-1.207,9	- 18,4	-1.601,9	7.683,5			
1981**	9.150,0	9.170,0	- 20,0	-3.751,0	-3.771,0	+ 547,8	-3.806,5	- 79,6	-3.433,1	3.877,0			
I	1.989,9	2.608,0	-618,1	1.940,2	-1.958,3	- 870,6	-2.986,3	- 31,4	-2.810,2	4.698,2			
II	2.853,1	2.520,0	+333,1	- 932,8	- 599,7	+ 736,6	+ 30,0	- 5,1	+ 199,3	4.728,2			
III	2.716,0	2.116,0	+601,0	- 726,5	- 125,5	+ 136,9	- 82,5	- 38,6	- 24,2	4.645,7	19.008	14.526	33.534 1/
IV	1.591,0	1.927,0	-336,0	- 751,5	-1.087,5	+ 544,9	-768,7	- 4,5	- 798,0	3.877,0			

Fuente: Banco Central.

* No se incluyen los rubros "Errores y omisiones", "Asignación de DEG" y "Ajuste por cambio de paridad".

** Cifras provisorias.

1/ Al 30/9/81.

Cuadro I.5

Salario total medio mensual (excl. aguinaldo)

Trabajador de la industria manufacturera 1970/1981

	Salario medio nominal mensual		Salario medio real mensual*	
	Indice base 1970 = 100	% variación período anterior	Indice base 1970 = 100	% variación período anterior
1970	100,0	-	100,0	-
1971	146,7	46,7	108,9	8,9
1972	221,9	51,3	103,9	- 4,6
1973	390,5	76,0	114,1	9,8
1974	565,1	44,7	132,9	16,5
1975	1.633,9	189,1	135,9	2,3
I	812,4	-	137,3	-
II	983,8	21,1	129,2	- 5,9
III	2.021,2	105,4	144,1	11,5
IV	2.718,2	34,5	132,5	- 8,0
1976	5.976,9	265,8	91,4	-32,7
I	4.316,2	58,8	131,6	- 0,7
II	5.512,8	27,7	89,6	-31,9
III	6.220,4	12,8	85,6	- 4,5
IV	7.858,2	26,3	83,1	- 2,9
1977	16.269,1	172,2	90,1	- 1,4
I	10.842,1	38,0	87,7	5,5
II	13.980,0	28,9	92,7	5,7
III	17.255,3	23,4	89,9	- 3,0
IV	23.005,1	33,3	90,0	0,1
1978	44.145,4	171,3	88,8	- 1,4
I	29.035,8	26,2	86,6	- 3,8
II	36.877,5	27,0	84,6	- 2,3
III	46.864,9	27,1	87,7	3,7
IV	63.803,4	36,1	93,4	6,5
1979	130.965,8	196,7	101,5	14,3
I	83.527,2	30,9	92,6	- 0,9
II	106.147,8	27,1	94,7	2,3
III	141.280,0	33,1	98,3	3,8
IV	192.916,4	36,5	113,4	15,4
1980	292.736,6	123,5	113,0	11,3
I	222.484,1	15,3	110,4	- 2,6
II	258.010,8	16,0	107,9	- 2,3
III	310.565,7	20,4	113,2	4,9
IV	379.885,8	22,3	118,3	4,5
1981	537.011,0	83,4	101,4	-10,3
I	416.512,2	9,6	113,3	- 4,2
II	462.904,9	11,1	102,3	- 9,7
III	546.001,8	18,0	93,5	- 8,6
IV	722.625,1	32,3	101,0	8,0

Fuente: INDEC y elaboración propia.

* Deflacionado por el índice de precios al consumidor.

Cuadro III . 1

BALANCE MONETARIO, ORIGEN DE LOS RECURSOS MONETARIOS

Fin de	Recursos monetarios particulares: Sector externo neto: Medios de pago	Depósitos interesados	Total	BCRA. Otros bancos	Total	Sector oficial: Financiamiento: BCRA. Otros bancos	Total	Depósitos: BCRA. Otros bancos	Total	Total neto	Sector privado: Financiamiento: BCRA. Otros bancos	Total	Total neto	Faltante monetario: BCRA. Otros bancos	Total	Altas cambios
1967	8.716	3.852	12.568	- 277	1.829	4.158	2.172	6.330	18	2.348	2.362	2.786	2.802	1.126	1.266	- 117
1968	11.030	5.284	16.314	- 364	2.177	4.604	2.288	6.892	16	2.786	2.802	4.090	11.795	1.671	1.342	114
1969	12.231	6.264	18.515	- 483	1.632	4.985	2.519	7.504	20	3.155	3.176	4.026	14.888	2.006	2.047	- 84
1970	14.678	7.990	22.668	- 672	1.446	5.662	2.046	8.508	12	3.508	3.520	4.028	17.464	2.414	2.615	255
1971	20.004	11.452	31.456	- 529	1.675	8.398	2.978	11.377	406	3.231	4.237	7.140	25.010	3.054	3.279	1.610
1972	28.834	19.558	48.282	- 628	2.720	12.072	6.231	17.706	387	5.403	5.780	11.916	37.826	4.261	4.544	- 36
1973	56.231	35.778	91.998	- 630	8.486	27.392	13.538	40.430	816	12.655	13.709	26.725	63.975	8.682	9.143	2.754
1974	86.880	56.471	143.351	131	12.797	50.937	22.306	73.243	1.547	24.478	26.302	46.841	96.197	13.658	13.759	4.275
1975	94	62	156	9		58	24	82	1	27	28	55	100	1	14	15	8
1976	113	64	177	7	- 2	67	20	87	2	33	35	62	115	3	14	17	12
III	162	81	243	10	- 10	99	41	140	1	61	62	158	3	10	13	19	15
IV	260	116	376	16	- 15	170	67	237	1	72	73	166	226	6	29	- 37	22
1977 I	359	152	511	50	- 28	254	114	368	5	128	127	241	289	7	37	44	3
II	410	253	783	199	- 31	304	157	461	10	178	185	276	416	19	45	145	66
III	687	379	1.066	346	- 42	384	199	688	27	311	338	313	513	37	56	206	91
IV	927	617	1.544	476	- 78	398	441	839	13	370	383	397	866	17	48	222	- 18
1978 I	1.064	858	1.906	637	- 93	644	648	1.292	23	530	553	344	1.269	23	308	332	84
II	1.428	1.606	3.034	903	- 195	708	744	1.452	11	692	703	578	1.847	.	402	.	.
III	1.564	2.256	3.819	1.261	- 278	823	641	1.472	6	1.004	1.009	463	2.717	.	614	.	.
IV	2.088	3.071	5.156	1.806	- 507	1.299	892	2.191	22	1.207	1.229	922	4.088	43	838	861	- 172
1979 I	2.394	4.227	6.621	2.688	- 1.035	1.647	1.474	3.122	144	1.727	1.871	1.404	5.566	70	1.325	1.395	- 602
II	3.307	5.789	9.096	3.716	- 1.147	2.569	1.781	4.349	357	2.172	2.529	2.014	6.933	110	1.679	1.795	- 625
III	3.638	7.837	11.488	4.443	- 1.304	3.138	2.327	5.238	142	2.682	2.824	2.404	8.403	180	2.021	2.271	- 792
IV	5.634	9.337	14.971	4.204	- 1.566	2.769	3.039	6.108	44	2.845	2.889	3.219	12.180	88	2.723	2.811	- 253
1980 I	16.531	37.335	52.866	9.181	- 7.644	1.477	3.995	12.159	16.164	8.806	8.274	7.880	49.686	132	9.637	9.769	3.590
II	18.543	46.638	65.181	5.276	- 8.661	4.449	14.189	18.638	34	10.689	10.723	7.925	66.912	372	11.322	11.694	5.294
III	19.088	60.652	79.638	5.574	-10.443	- 4.869	7.006	16.488	23.493	12.760	12.874	10.619	72.116	638	13.354	14.182	6.894
IV	27.350	64.667	84.017	1.811	-10.788	- 8.877	12.401	16.827	28.228	14.127	14.163	15.065	83.449	208	15.815	16.023	10.402
1981 I	21.663	63.338	84.995	- 5.090	-11.352	-16.342	14.129	30.854	34.983	18.014	18.049	16.034	91.951	1.090	17.317	18.407	10.630
II	28.557	77.387	105.944	- 4.631	-21.345	-35.976	18.846	54.822	48.785	19.686	19.633	29.152	142.355	2.882	21.996	24.878	- 6.909
III	20.417	104.274	125.691	- 4.161	-35.735	-39.896	22.413	62.309	72.926	25.178	25.320	47.606	174.678	7.723	31.282	39.025	- 8.292
IV	46.056	125.614	171.708	-10.153	-53.487	-63.637	48.287	111.924	112.649	28.612	28.879	83.770	221.870	3.953	48.220	52.170	-18.224

Fuente: BCRA., Boletín Estadístico, varios números.
Hasta 1974 los datos están expresados en millones de pesos y de 6114 en más en miles de millones, todos a valores corrientes.
A partir de 1978 se incluye a instituciones de crédito hipotecario.

Cuadro III.2

Sistema monetario, datos complementarios

Fin de	Base monetaria					Multiplicador de la base		Indice precios mayoristas
	Sector externo	Sector oficial	Sector financiero	Otras cuentas	Total	(M 1)	(M 2)	
1967	2.106	4.140	1.479	- 322	7.403	1,18	1,70	456,3
1968	2.541	4.588	1.594	- 357	8.366	1,32	1,95	474,3
1969	2.115	4.962	1.755	- 391	8.441	1,45	2,19	502,9
1970	3.018	5.550	1.912	- 375	10.105	1,45	2,24	645,1
1971	2.104	7.993	3.296	- 414	12.979	1,54	2,43	956,0
1972	3.348	11.688	4.604	- 1.074	18.566	1,55	2,58	1.682,4
1973	9.116	26.576	11.439	- 2.002	45.129	1,25	2,04	2.199,9
1974	12.666	49.390	7.337	1.917	71.310	1,25	2,04	2.994,7
1975 I	9	57	11	.	77	1,22	2,03	3.795
II	7	65	20	- 4	88	1,28	2,01	5.950
III	10	98	40	- 8	140	1,34	2,76	10.239
IV	16	169	57	- 8	234	1,11	1,61	13.423
1976 I	50	249	75	- 20	354	1,01	1,44	31.788
II	199	294	104	- 22	575	.94	1,38	44.037
III	346	359	111	- 32	784	.88	1,36	54.940
IV	476	423	95	35	1.029	.00	1,50	65.274
1977 I	637	525	89	18	1.269	- 82	1,50	82.593
II	903	733	.	.	.	.	.	99.006
III	1.261	926	.	.	.	.	.	126.324
IV	1.806	1.234	450	- 46	3.444	.61	1,50	161.282
1978 I	2.682	1.330	418	- 248	4.182	.57	1,58	204.225
II	3.716	1.434	382	- 259	5.273	.63	1,73	254.407
III	4.442	2.185	363	- 355	6.635	.55	1,73	309.322
IV	4.204	2.725	631	- 443	7.117	.79	2,10	392.502
1979 I	5.089	2.989	561	- 501	8.138	.78	2,33	503.842
II	6.862	3.504	745	- 503	10.608	.78	2,41	645.995
III	8.214	3.884	1.061	- 622	12.537	.73	2,61	838.183
IV	8.941	3.924	978	- 668	13.175	1,05	3,37	898.270
1980 I	9.121	3.926	851	- 760	13.138	1,18	4,02	1.013.156
II	5.275	4.425	7.550	- 1.368	15.882	1,17	3,73	1.190.087
III	5.574	6.897	7.964	- 2.022	18.413	1,09	3,84	1.295.723
IV	1.911	12.365	11.824	- 2.507	23.593	1,16	3,56	1.414.426
1981 I	- 5.090	14.094	15.479	- 3.476	21.007	1,03	4,05	1.597.458
II	- 4.631	18.498	20.924	- 4.444	30.357	0,86	3,41	2.011.615
III	- 4.161	22.271	25.842	- 6.253	37.699	0,78	3,55	2.825.042
IV	-10.153	48.000	41.888	- 28.407	51.328	0,90	3,35	3.590.820

Fuente: Id. anterior.

REFERENCIAS

- Berlinski J., Protección arancelaria de actividades seleccionadas de la industria manufacturera argentina, Ministerio de Economía, Buenos Aires, setiembre de 1977.
- Berlinski J., Dismantling foreign trade restrictions, Documento de Trabajo Nº 95 CIE, di Tella, marzo de 1980.
- Berlinski J. y Schidlowsky D., Incentives for Industrialization in Argentina, Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo, Banco Central, 1977.
- Calvo G. y Fernández R., Sin reducir el déficit del Estado es insostenible la pauta cambiaria, Ambito Financiero, 16/VII/80.
- Canitrot A., La experiencia populista de redistribución de ingresos, Desarrollo Económico, Nº 59, octubre-diciembre 1975.
- Canitrot A., La disciplina como objetivo de la política económica. Un ensayo sobre el programa económico del gobierno argentino desde 1976. Desarrollo Económico, Nº 77, 1980.
- Cavallo D., El saldo del balance comercial y el tipo de cambio real. IV Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo, BCRA, 1980.
- Cavallo D. y Parino G., Apertura de la economía y cambio en los precios relativos, Novedades Económicas, noviembre de 1980.
- Díaz Alejandro C., Essays on the economic history of the Argentine Republic, Yale University Press, 1970.
- Dornbusch R., Inflation Stabilisation and capital mobility, M. Sidrausky

Memorial Adress, reunión de la Econometric Society, Buenos Aires, julio de 1980, presentado también en la Segunda Conferencia Internacional sobre América Latina y la Economía Mundial, OEA-di Tella, Buenos Aires, agosto de 1980.

- Ferrer Aldo, Crisis y alternativas de la política económica argentina. Fondo de Cultura Económica, 1977.

- Ferrer Aldo, El retorno del liberalismo. Reflexiones sobre la política económica vigente en la Argentina. Desarrollo Económico, Nº 72, enero-marzo 1979.

- Frenkel R., El desarrollo reciente del mercado de capitales en la Argentina, Desarrollo Económico, Nº 78, julio-setiembre 1980.

- Little I., Scitovsky T. y Scott M., Industry and trade in some developing countries. A comparative study, Oxford University Press, 1970

- Machinea J.L. y J. Rotemberg, Estimación de la función de importaciones de mercaderías. Banco Central de la República Argentina, Serie Estudios Técnicos, Nº 21, marzo de 1977.

- Mallon R. y Sourrouille J., La política económica en una sociedad conflictiva, el caso argentino, Amorrortu Editores, Buenos Aires, 1975.

- Martirena Mantel, Ana María, Devaluación, inflación y desempleo, Económica, enero-agosto 1968.

- Martirena Mantel, Ana María, Crawling peg systems and macroeconomic stability, the case of Argentina 1971/78, Documento de trabajo Nº 90, Instituto Torcuato di Tella, octubre de 1979.

- Medina J.J., Evaluación del plan de apertura de la economía argentina, 1979-1984. CEMA, Buenos Aires, junio de 1980.

- Nogués Julio, Protección nominal y efectiva: impacto de las reformas arancelarias durante 1976-1977, en Ensayos Económicos, Nº 8, diciembre 1978.

- Olivera J. H. G., Causas no monetarias de la inflación en la Argentina, junio de 1961.

- Rodríguez C.A., El plan argentino de estabilización del 20 de diciembre, Documentos de trabajo Nº 5, CEMA, julio de 1979.

- Rodríguez C.A. y Sjaastad, El atraso cambiario, mito o realidad?, Jornadas de Economía Monetaria y Sector Externo, Banco Central de la República Argentina, setiembre de 1979.

- Sourrouille J. y Lucángeli J., Apuntes sobre la historia reciente de la industria argentina, Boletín Informativo Nº 219, julio-setiembre 1980, Organización Techint.