

1. El Contexto Económico

El año 1996 puede ser considerado como parte de un periodo en el que se está consolidando una nueva forma de organización económica para nuestro país, que cambia las estructuras prevalecientes durante casi medio siglo. Debido a su importancia, conviene por lo tanto repasar cuales han sido los acontecimientos más recientes y sus perspectivas.

A medida que los países latinoamericanos más afectados por las consecuencias de la devaluación del peso mexicano, producida a fines del año 1994, comenzaban a superar los efectos de la crisis, se iniciaba la definitiva consolidación de una nueva estructura de funcionamiento en el sistema económico de la región, disminuyendo substancialmente las posibilidades de retomar al pasado. Más aún, los cambios políticos y económicos ocurridos en el caso de nuestro país comenzaban a producir modificaciones en las pautas culturales y las actitudes de una parte importante de la población y de sus instituciones.

Los rasgos generales de la nueva estructura del sistema económico regional, que comenzó a consolidarse a pesar de la crisis, se caracterizaron por la apertura e integración de la economía a los mercados internacionales, la asignación de recursos a través del funcionamiento pleno de una economía de mercado y una mayor disciplina fiscal y monetaria que en buena parte empezó a ser consecuencia del propio sistema.

Nuestro país implementó con mayor profundidad y velocidad los cambios estructurales mencionados, si se lo compara con el promedio de los países de la región, y lo hizo en el marco del funcionamiento de las instituciones democráticas, a pesar de lo cual sufrió las consecuencias de la crisis mexicana con mayor intensidad que el resto.

El motivo principal de este comportamiento contradictorio fue la característica de la crisis de confianza local, sustentada en el peso que tenía sobre la toma de decisiones individuales y colectivas el temor a que se repitieran acontecimientos similares a los que habían ocurrido en la historia económica argentina reciente. Adicionalmente se manifestaron actitudes culturales, sociales y políticas que respondían a las viejas estructuras vigentes en el pasado. Las precauciones adoptadas para tratar de evitar asumir riesgos ya conocidos y la falta de señales claras respecto a la solución de los problemas pendientes, contribuyeron a subestimar el comportamiento de la economía en un nuevo escenario.

En los primeros meses posteriores a la devaluación mexicana, nuestro país perdió depósitos en moneda nacional y extranjera por \$ 8.086 millones, equivalentes al 17% del total de depósitos existentes al 19 de diciembre de 1994 y reservas externas por \$ 4.859 millones, o sea el 30,2% del total al momento del inicio de la crisis. Simultáneamente, el sistema bancario redujo el número de instituciones de 205 a 152.

Esta misma crisis de confianza por parte de la mayoría de la población argentina también se manifiesta a nivel de los inversores internacionales, tal como lo señala la calificación de riesgo obtenida por el país a pesar que los indicadores económicos reflejan claramente una sobreestimación del mismo.



Los coeficientes que se incluyen en el siguiente cuadro califican a la Argentina para cumplir inclusive con tres de las condiciones establecidas por el Tratado de Maastricht. Indudablemente hay otros factores que exceden el ámbito económico que están influyendo en la mencionada calificación.

1995 - Indicadores seleccionados en mercados emergentes

Concepto	Investment Grade(1)	Subinvestment Grade(2) Países con menor riesgo que Argentina	Argentina
	% del PBI	% del PBI	% del PBI
Balance Fiscal	-2,2	-1,4	-0,5
Inflación (IPC)	16,5	22,8	3,4
Deuda Pública	42,5	73,8	29,8
Cuenta Corriente (BP)	-2,0	-2,8	-0,9

(1) Indonesia, Polonia, Colombia y Sudáfrica.

(2) Hungría, Filipinas y México.

A pesar de las dificultades, las modificaciones alcanzadas en nuestro país permitieron superar, sin afectar seriamente el equilibrio fiscal y monetario, el tremendo impacto de la devaluación mexicana y posteriormente el reemplazo del Ministro de Economía que había conducido el proceso de cambio.

La economía argentina no devaluó su moneda, corrigió en menos de un año el excesivo déficit de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos y recuperó parcialmente durante el año 1996 el nivel de actividad que había perdido en 1995, pero sin poder evitar el grave problema del desempleo.

Adicionalmente, aún en el caso hipotético que la crisis de confianza desatada por la devaluación mexicana hubiera podido ser evitada, era poco probable que nuestro país continuara creciendo a un promedio del 8,9% anual acumulativo alcanzado en el período 1991-1994, sin la solución de los problemas pendientes que debían superarse una vez agotado el ciclo de crecimiento correspondiente a la primera etapa de las modificaciones estructurales emprendidas.

Las serias dificultades derivadas del desempleo y la pobreza, la inseguridad jurídica o la corrupción, continuaban siendo parte de esos problemas que ya no era posible corregir con medidas de ajuste fiscal, monetario y de tipo de cambio sin las necesarias modificaciones estructurales adicionales que permitieran evitar las reacciones del pasado.

Es conveniente recordar algunos de los principales objetivos de los cambios aún pendientes, tales como mejorar las posibilidades de empleo mediante la reforma educativa y laboral, combatir la corrupción y la evasión impositiva, garantizar mayores niveles de seguridad jurídica, reformar el Estado mejorando la eficiencia del gasto social y la estructura de la distribución del ingreso, alcanzar mayores niveles de ahorro interno y aumentar substancialmente el grado de monetización de la economía.



Como ejemplo de la complejidad de los temas enumerados, en lo que se refiere a la reforma del sector público, debe destacarse la importancia de encontrar financiamiento a largo plazo para cubrir la pérdida de ingresos que tendrá el sistema de reparto durante por lo menos dos generaciones de aportantes. Adicionalmente debería avanzarse en la transformación del sistema de salud, incorporando las obras sociales y las empresas de medicina prepaga para que compitan entre sí, a la vez que se encara una profunda reforma del Programa de Asistencia Médica Integral (PAMI), cuyo costo de prestación actual supera en más de tres veces el Costo de la Prestación Médica estimada por el gobierno.

Dentro de la reforma del sector público y tal como lo viene sosteniendo la Bolsa de Comercio de Córdoba en sus dos últimos informes económicos anuales, es imprescindible mejorar la eficiencia del sistema de administración tributaria. Como ejemplo, vale la pena señalar que la recaudación del impuesto a las ganancias en nuestro país apenas representa el 2% del PBI, cuando en EE.UU., con similares tasas marginales, se recauda el equivalente al 12%. El aumento de ingresos obtenido por un mejor control del sistema, debería destinarse a reducir substancialmente los impuestos sobre el salario y alcanzar una alícuota del impuesto al valor agregado por lo menos un tercio más baja que la actual.

Si bien la mayoría de las reformas pendientes, que tan solo han sido enumeradas, requieren un largo proceso de cambio que demandará varios años de esfuerzo, el solo hecho de anunciar en forma creíble la puesta en marcha de programas para llevarlos a cabo podría modificar las expectativas, permitiendo disminuir los niveles de incertidumbre.

A pesar de las consecuencias de la crisis mexicana, a lo que debe sumarse la resistencia al cambio que opusieron quienes perdían sus privilegios, la economía argentina creció a una tasa del 5,6% anual durante los últimos seis años, una experiencia histórica que tiene pocos antecedentes en el siglo con excepción de sus primeras décadas. Si bien deben considerarse los bajos niveles de actividad previos al periodo considerado, también a nivel internacional dicho crecimiento es significativo.

Región/país	Crecimiento del PBI (% anual promedio en el período 1991-1995)
Total mundial	3,0
Países industriales	1,8
Hemisferio Occidental (básicam. Latinoamérica)	3,0
Argentina	5,3

Fuente: En base a FMI. BM.

Adicionalmente, debe recordarse que las oportunidades de la región en su conjunto, desde el punto de vista del desarrollo de la economía mundial, son realmente destacables. El exceso de liquidez de los mercados financieros internacionales y la caída en las tasas de retorno de los proyectos de inversión en los países industriales, responden a la saturación de la oferta en numerosos sectores de actividad y al menor consumo derivado del envejecimiento de la población con mayores ingresos per cápita a nivel mundial.



Estos factores estructurales, junto al desarrollo de la tecnología de la información, están provocando desde hace poco menos de una década un creciente flujo de capitales desde las economías más avanzadas hacia lo que se denominan mercados emergentes, promoviendo aún más la globalización que a su vez impulsa la demanda por nuevos avances tecnológicos.

El flujo de capitales, ya sea en forma de inversiones directas o en cartera, busca entornos económicos y jurídicos estables, proyectos con altas tasas de retorno, recursos humanos capacitados y niveles de demanda potenciales que les permitan asegurar un retorno del capital invertido con el menor riesgo posible.

Debido a que dicho retorno solo puede obtenerse en el largo plazo, el nivel de credibilidad de los países resulta de enorme importancia cuando se pretende competir por la captación del ahorro y las inversiones externas.

En este sentido, nuestro país ha mejorado substancialmente las condiciones ofrecidas a los inversores, puesto que si bien no es posible descartar la reiteración de acontecimientos que afectaron la economía argentina en las últimas décadas, ninguna de las alternativas posibles parece tener suficiente fuerza en el largo plazo como para modificar esencialmente los principales cambios de estructura, aún cuando es cada vez más complicado imaginar cuales serán los futuros escenarios en el largo plazo.

En cuanto a las perspectivas para el año 1997, la Bolsa de Comercio de Córdoba vuelve a reiterar la preocupación sobre la que ha insistido tan asiduamente desde el segundo semestre de 1994, es decir, las consecuencias que podría tener sobre la recuperación de los niveles de actividad el progresivo deterioro de la situación fiscal argentina.

Concepto	1981-1990 Promedio anual (%)	1991-1995 Promedio anual (%)
Crecimiento del PBI	- 0,9	5,2
Crecimiento de la Inversión	- 7,0	13,3
Aumento de la Productividad	- 3,4	3,6
Balance Fiscal / PBI	- 9,7	- 0,5
M3 / PBI	19,5	16,2

Fuente: En base al discurso del Ministro Roque Fernández en la Misión Financiera a Londres (Noviembre de 1996)

Si bien es cierto que dentro de los cambios estructurales pendientes el país necesita un Estado más fuerte y eficiente, esto no significa iniciar el proceso con un mayor gasto público, sino que por el contrario la primera etapa de la reforma estatal debería sustentarse en el congelamiento del mismo mientras se comienza con las profundas modificaciones necesarias, que a juzgar por las experiencias de los cambios implementados en las empresas del sector privado, requerirán varios años para completarse.



La preocupación por los aspectos fiscales se reitera con especial énfasis en un año electoral, en donde la tentación de gastar anticipadamente cierta recuperación proyectada de los niveles de ingresos derivados de la reactivación económica puede conducir a un deterioro fiscal que nos vuelva a sumergir en la recesión, especialmente después de las elecciones.

En dicho caso, no estaríamos afectando únicamente la economía nacional, sino a toda la región que hoy está compitiendo en forma cada vez más favorable con el sudeste asiático por el flujo de fondos al que se hizo referencia más arriba. Desatender las cuestiones fiscales es retrasar el proceso de integración del país dentro de lo que se denomina un regionalismo abierto, cuya primera etapa es el Mercosur que ya comienza a ampliarse con la integración de Chile y próximamente Bolivia, y el comienzo de las conversaciones con el Grupo Andino.

En este esquema de regionalismo abierto, las empresas argentinas tienen la oportunidad de competir dentro de un mercado ampliado con un cierto grado de protección respecto al comercio exterior con el resto del mundo que le otorga la tarifa externa común. En la medida que se incorporen nuevos competidores más eficientes que los actuales durante los próximos años, o bien que se acuerden zonas de libre comercio con bloques económicos más desarrollados, el grado de competencia al que deberán someterse las empresas argentinas será mayor, razón por la cual la exposición actual es solo el primer paso para lograr el ingreso al proceso de globalización a nivel mundial. Es de imaginar cuales serían las consecuencias de distraer la atención de esos esfuerzos con problemas derivados de un deterioro de la situación fiscal interna.

El Mercosur tiene hoy una especial consideración a nivel de las principales economías mundiales, tanto por la velocidad con que se implementó la iniciativa, como por los resultados que se están obteniendo. Las oportunidades para la región son importantes en términos del progreso económico regional y las posibilidades de fijar una estrategia propia que nos otorgue un papel más relevante en la economía mundial.

El impacto de la devaluación mexicana sobre el mundo en desarrollo demostró con toda claridad que no todos los países sufrieron las mismas consecuencias por el desenvolvimiento de una crisis global y que por lo tanto es esencial ajustar la velocidad del propio cambio a por lo menos la velocidad del cambio en la economía regional, en función de las aspiraciones y posibilidades de cada uno de los integrantes.

Por último es necesario mencionar la evolución que se ha producido en el funcionamiento del sistema financiero internacional, especialmente por la influencia que tiene la modificación de la tasa de interés de los Estados Unidos sobre los flujos de fondos hacia países como el nuestro.

Tal como podrá observarse en el capítulo correspondiente al mercado de capitales, los movimientos de fondos responden cada vez más a las decisiones adoptadas por los centros financieros internacionales, que a su vez están en función de las necesidades de los países desarrollados y las oportunidades que presentan los mercados emergentes.



Debe señalarse como parte de esta breve reseña sobre el contexto económico, que el grado de información y análisis con que se toman las decisiones de inversión clasificadas por países, sectores de actividad y empresas individuales es cada vez más completo y detallado, con la ventaja de poder comparar situaciones proyectadas para diferentes categorías de información.

A su vez, la opinión de los propios analistas internacionales contribuye crecientemente a la formación de las expectativas y por lo tanto a la evolución de los acontecimientos futuros. En este sentido, la mayoría de los estudios realizados en los últimos meses reflejan una opinión favorable sobre las perspectivas de las economías latinoamericanas durante el transcurso de 1997.

Depende de los esfuerzos que realice nuestro país en su conjunto, pero también de la administración efectuada por los responsables de las decisiones en los distintos sectores y regiones que componen su economía, que estas perspectivas se concreten en una realidad.

La Provincia de Córdoba y la región central del país tienen la oportunidad de protagonizar un papel relevante en el nuevo escenario.



I.2. NIVEL DE ACTIVIDAD

2. Nivel de Actividad

2.1. Oferta y Demanda Global

El PBI argentino del año 1996 puede crecer alrededor de un 3,4% respecto al año 1995, a juzgar tanto por el incremento observado durante el tercer trimestre como por los datos disponibles sobre producción industrial de los dos primeros meses del cuarto trimestre.

**Cuadro 2.1: Producto Bruto Interno y sus componentes
(Variación porcentual anual)**

Concepto	1991	1992	1993	1994	1995	1996(P)
PBI	10.5%	10.3%	6.3%	8.5%	-4.6%	3.4%
Consumo	14.3%	13.3%	5.7%	6.9%	-6.1%	3.6%
IBI	31.5%	33.5%	16.0%	21.8%	-16.3%	7.1%
Exportaciones	-5.1%	2.1%	2.4%	15.9%	22.7%	6.7%
Importaciones	75.6%	66.5%	13.4%	22.5%	-11.6%	11.6%

Fuente: En base a Cuentas Nacionales, Oferta y demanda globales, 1980-1995, Septiembre de 1996, BCRA y estimaciones propias.

En el cuadro 2.1 puede observarse que todas las componentes del PBI se han recuperado con respecto a los valores de 1995, salvo las exportaciones que, a pesar de mostrar un crecimiento importante, no alcanzan el incremento registrado durante el último año. Ello se debe principalmente a la recuperación del consumo interno que absorbió parte de la producción que durante 1995 debió ser colocada en otros mercados.

Debido a la importancia de los cambios de tendencia observados, es conveniente detenerse en el análisis de la evolución de cada una de las variables a las que nos estamos refiriendo pero en un período de tiempo más prolongado, tal como lo refleja el gráfico 2.1 de la página siguiente.

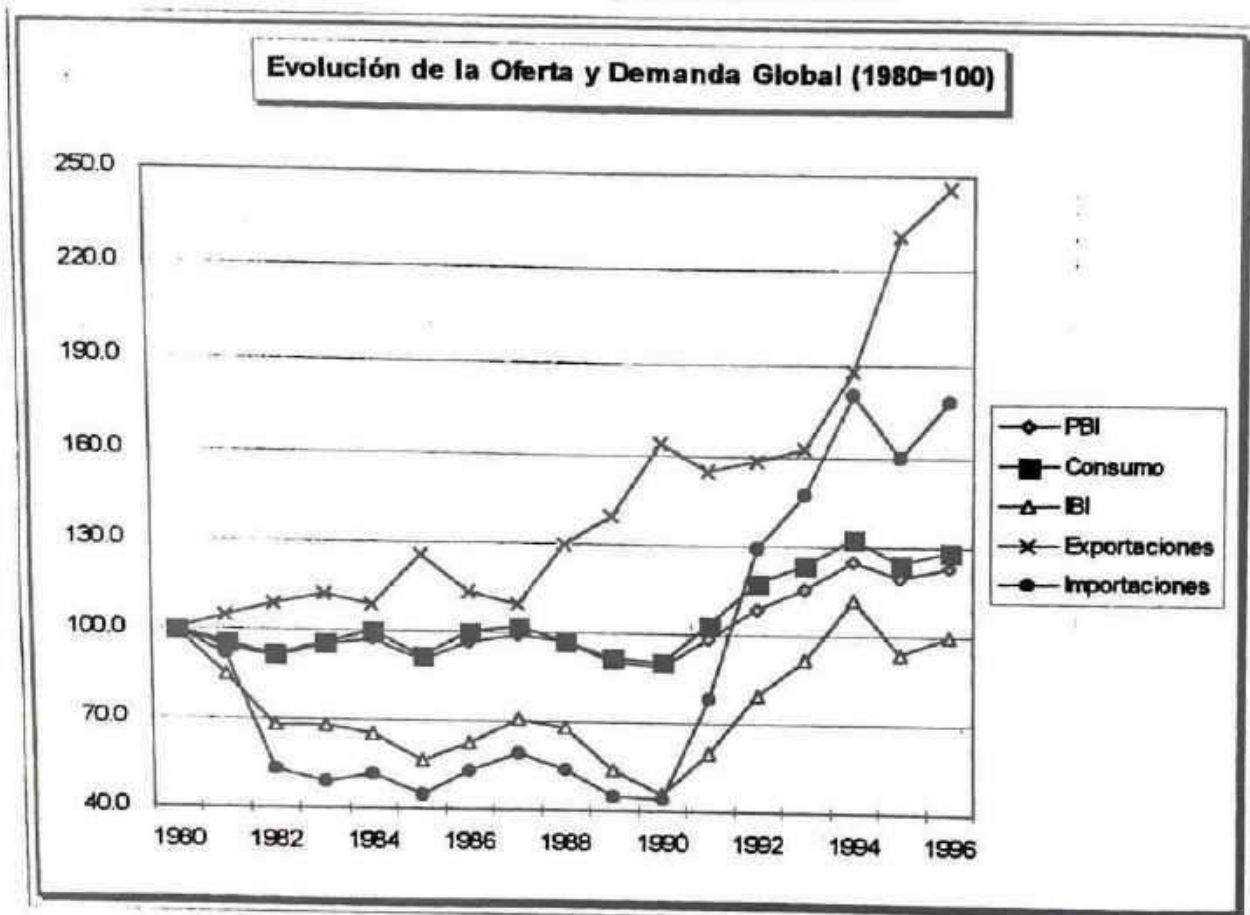
El análisis de la trayectoria de los componentes de la demanda agregada desde el año 1980, señala que las Exportaciones aumentan más de dos veces que el incremento observado en el PBI y el Consumo, lo cual confirma, junto con la recuperación de las importaciones, el comienzo de un proceso de apertura económica que se había manifestado tenuemente en 1987 y que ahora demuestra avanzar con fuerza propia.

El aspecto más preocupante en la evolución de las variables que comentamos es el deficiente comportamiento de las Inversiones, en especial durante la década de 1980, y que por sus efectos sobre la acumulación de capital en la economía compromete las posibilidades de desarrollo futuro.



Tal como fue expresado en la edición anterior de este informe, el volumen de las inversiones en el año 1990 alcanzó solo a representar el 50% de los valores que había tenido en el año 1980, o bien solo un tercio del nivel correspondiente a 1994, indicándonos uno de los tantos aspectos adversos de la alta inflación y de la inestabilidad derivada de la misma, constituyendo uno de los más contundentes argumentos a favor del equilibrio fiscal y monetario.

Gráfico 2.1: Evolución de la Oferta y Demanda Global



Fuente: En base a Secretaría de Programación Económica.

2.2. Análisis de la oferta por sectores

En el primer trimestre del año 1996, la economía argentina tuvo una retracción del 3,2% respecto al primer trimestre de 1995, resultado de una caída en la producción de bienes del 5,2% y niveles de actividad aproximadamente iguales en los sectores productores de servicios.

El mayor impacto sectorial se produjo en la construcción, que cayó un 18,0%, seguido por Agricultura, caza, silvicultura y pesca con una disminución del 5,8% e Industrias manufactureras que se redujo en un 3,6%.



**Cuadro 2.2: Producto Bruto Interno a precios de mercado base (1986 = 100)
(Tasa de crecimiento anual)**

Concepto	1991	1992	1993	1994	1995	I Trim. 96/ I Trim. 95
Producto Bruto Interno	10.5%	10.3%	6.3%	8.5%	-4.6%	-3.2%
Productores de mercadería:						
1. Agricultura, caza, silvicult. y pesca	4.3%	-1.0%	3.1%	3.6%	2.3%	-5.8%
2. Minas y canteras	2.9%	11.1%	10.0%	8.8%	6.7%	5.1%
3. Industria manufacturera	9.9%	10.2%	5.1%	6.2%	-7.0%	-3.6%
4. Electricidad, gas y agua	3.3%	8.7%	10.5%	9.5%	5.6%	3.7%
5. Construcciones	25.4%	16.9%	11.2%	15.2%	-10.9%	-18%
Productores de Servicios:						
6. Comercios, restaurantes y hoteles	15.3%	14.4%	4.2%	8.5%	-7.9%	-3.2%
7. Transporte, almac. y comunicac.	10.4%	12.8%	5.5%	9.6%	0.2%	1.0%
8. Est. Financieros, seguros y b. inm.	14.8%	9.6%	9.2%	13.1%	-0.2%	2.4%
9. Serv. comunales, sociales y pers.	3.3%	6.1%	6.2%	7.2%	-1.9%	0.3%

Fuente: Cuentas Nacionales. Oferta y Demanda Globales 1980-1995. Secretaría de Programación Económica.

A pesar que el PBI del primer trimestre de 1996 disminuyó respecto a igual periodo del año anterior, en términos de las series desestacionalizadas se produjo una recuperación del 2,6% respecto al cuarto trimestre de 1995. Habiéndose publicado las principales cifras de la evolución del nivel de actividad hasta el tercer trimestre del año 1996, se observa que se completaron doce meses de sucesivos aumentos hasta alcanzar un crecimiento del 6,6%.

Dicha evolución no difiere sustancialmente de la observada en anteriores fases expansivas, posteriores a una profunda recesión, tal como la ocurrida durante 1995. Ello no significa que las condiciones de la estructura del sistema económico no hayan cambiado, sino que ante la reversión de la tendencia de las variables monetarias y crediticias, profundamente afectadas durante la recesión por la crisis de confianza, se está manifestando una reactivación cuyo impulso más importante proviene del reestablecimiento de los niveles de los agregados monetarios y las reservas externas.

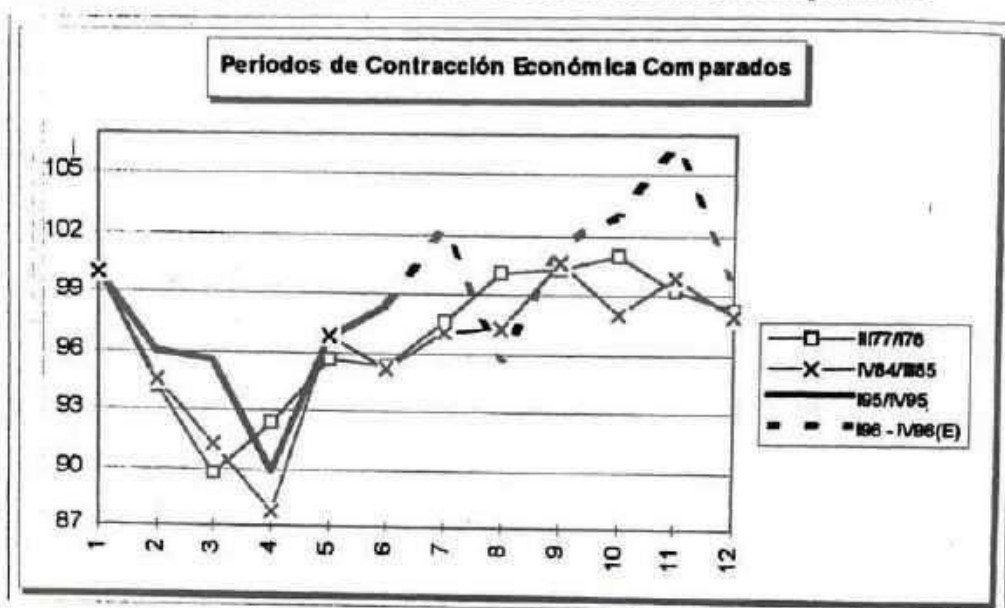
En base a una serie trimestral del PBI, empalmado las estimaciones del periodo 1970-1990 a precios de 1970 con el periodo 1990-1995 a precios de 1986, se obtuvo una sola serie desestacionalizada donde se distinguieron dos tipos de contracciones en el nivel de actividad de acuerdo a la amplitud de las mismas.



En el siguiente gráfico se incluyen aquellas recesiones que mostraron una mayor caída del PBI durante las últimas décadas y luego se las correlaciona con los valores correspondientes a la última recesión provocada por los efectos de la devaluación mexicana.

La línea punteada que se incluye a continuación de los valores de la recesión del año 1995 es solo una trayectoria proyectada utilizando un modelo estadístico que de ninguna manera pretende ser un pronóstico sino tan solo señalar la inercia de una serie temporal en base a los comportamientos históricos anteriores.

Gráfico 2.2: Periodos de Contracción Económica Comparados



Fuente: Instituto de Investigaciones Económico-financieras y del Mercado de Capitales, Bolsa de Comercio de Córdoba.

Para aclarar con mayor precisión los conceptos anteriores, resulta interesante repasar la duración de las fases correspondientes al ciclo económico argentino de los últimos años.

En el cuadro 2.3 se incluye la duración de las expansiones y las contracciones económicas desde comienzos de la década de 1970. La duración promedio de las contracciones es de aproximadamente tres trimestres y medio, mientras que las expansiones alcanzan alrededor de once trimestres y medio.

Debido a que la caída porcentual del PBI durante las recesiones es por unidad de tiempo cerca de tres veces la magnitud del crecimiento porcentual durante las expansiones, la tendencia de la serie refleja solo un tenue aumento del PBI durante el periodo considerado.

Por este motivo el periodo de recuperación, tal como ha sido definido en el cuadro, alcanza una longitud de tiempo solo levemente inferior a la que corresponde al periodo de expansión.



Cuadro 2.3.: Fluctuaciones absolutas del PBI en la República Argentina, 1970-1995.

Expansiones		Contracciones		
Periodos	Duración	Periodos	Duración	Recuperac.*
		II70 - IV70	2	2
IV70 - II71	2	II71 - IV71	2	3
I70 - II75	21	II75 - IV75	2	7
IV75 - III77	7	III77 - I78	2	7
I78 - IV80	11	IV80 - II82	6	38
II82 - IV84	10	IV84 - III85	3	8
III85 - IV87	9	IV87 - III89	7	14
III89 - 195	22	195 - 196	4	6 (E)
Duración Med.:	11.71		3.50	10.62

* Se entiende como período de recuperación al necesario para alcanzar el nivel de PBI anterior al período contractivo.

Fuente: Instituto de Investigaciones Económico-financieras y del Mercado de Capitales, Bolsa de Comercio de Córdoba.

De la misma manera que en el análisis precedente, resulta interesante comparar la evolución del nivel de actividad sectorial con lo que aconteció en la década anterior, para lo cual nos vamos a valer del gráfico 2.3.

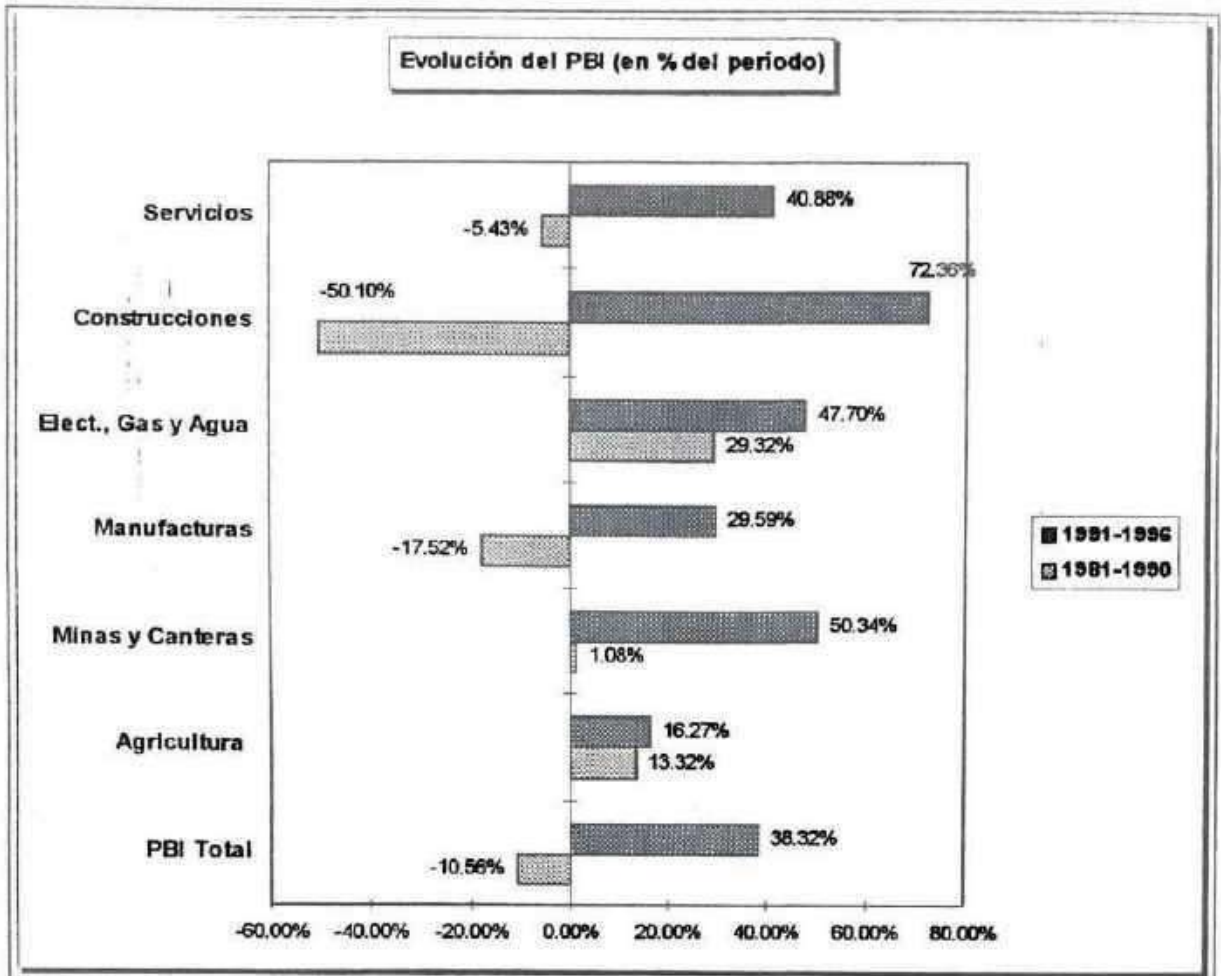
Como puede observarse, tanto el sector industrial como el de construcciones han recuperado con creces durante los primeros seis años de la presente década lo que habían perdido durante los diez años de la anterior, aún cuando ambos sectores han tenido un crecimiento negativo durante el año 1995.

Sin embargo, para que dicho comportamiento no sea solo la fase de un ciclo, es necesario que el sector industrial recobre el impulso del período 1991-1994 mediante la exportación, para no quedar sujeto a la saturación de la demanda interna como ha ocurrido en tantas oportunidades anteriores. Asimismo, sería deseable que el sector construcciones encontrara una creciente demanda destinada al desarrollo de la infraestructura en apoyo de los sectores productivos y exportadores.

Resulta particularmente significativo el comportamiento del sector Minas y Canteras cuyo crecimiento está señalando el gran potencial que ya puede avizorarse por el número de empresas multinacionales radicadas en el país y las enormes inversiones en exploración y explotación.



Gráfico 2.3: Evolución del PBI



Fuente: En base a Secretaría de Programación Económica.

2.3. Sector industrial

Por el efecto multiplicador y los altos niveles de valor agregado que genera, se analiza a continuación con mayor detenimiento a la industria.

Desde el tercer trimestre de 1990 hasta los últimos meses de 1994 se había observado un aumento en el Índice de Producción Industrial. Durante 1991 se produjo un crecimiento acelerado, llegando el IPI a un valor cercano a 110 de acuerdo a la serie que estamos utilizando y que reproducimos en el Gráfico 2.6. A partir de allí y hasta enero de 1994 se mantiene la tendencia creciente pero ya en forma moderada. Desde marzo de 1994 se observa un estancamiento del índice a niveles cercanos a 120. Desde el segundo trimestre de 1995 y hasta el primer trimestre de 1996 se produjeron variaciones negativas, lo que confirmó que la economía estaba evolucionando en una fase recesiva del ciclo económico.

Las cifras provisionarias de FIEL indican que el nivel de actividad del tercer trimestre de 1996 fue un 9.8% superior al de igual periodo del año anterior. Este es el segundo trimestre consecutivo de crecimiento, luego de los cuatro trimestres con cifras negativas, lo que estaría confirmando la recuperación de la economía argentina.



Los sectores que presentan un comportamiento más dinámico durante los primeros 9 meses de 1996 son los productores de bienes comercializables internacionalmente, entre ellos, petróleo, cocinas, calefones y termotanques, siderúrgicos, agroquímicos y alimentos. Los sectores que detuvieron su crecimiento son los que están orientados al consumo doméstico como Automotores y Cemento.

En relación a las perspectivas para los próximos meses, la encuesta mensual de FIEL afirma que el 13% de las firmas consultadas anticipa una mejor situación, el 85% no espera que se produzcan cambios y el 2% cree que va a empeorar.

La encuesta de expectativas industriales realizada por la Unión Industrial Argentina es aún más optimista que la mencionada anteriormente, ya que muestra que el 69% de las empresas encuestadas espera un incremento en sus niveles de producción en 1997. Un 32% espera que sus volúmenes se mantengan y solo el 4% espera una caída.

2.4. Crecimiento Económico en la Perspectiva Histórica

Como es habitual en nuestro análisis sobre el crecimiento a largo plazo de la economía argentina, reproducimos en el Gráfico 2.7 que se encuentra al final del capítulo, la tasa de crecimiento acumulada del PBI de los últimos seis años para una serie empalmada desde el comienzo del presente siglo.

Tal como lo indica el gráfico, debemos remontarnos hasta el año 1969 para encontrar un crecimiento acumulado en seis años similar al actual, lo cual debe alentarnos a no interrumpir el esfuerzo que esto significa, a fin de no repetir las fuertes fluctuaciones que han caracterizado a nuestra economía en el pasado.

Por cierto que este crecimiento no disimula los restantes problemas de la economía argentina, sino que los evidencia con mayor fuerza conduciendo por lo tanto a una solución más rápida de los mismos.

2.5 Indicador Sistémico de Servicios Públicos

El área de los servicios públicos reviste particular importancia debido a la participación que ellos tienen en la producción nacional y su influencia en la calidad de vida de la población.

El Indicador Sistémico de los Servicios Públicos permite conocer la evolución que ha tenido el conjunto de servicios relevados. Como se observa en el cuadro 2.4., la comparación de los primeros nueve meses de 1996 con los de 1995 muestra un incremento de 10.2%. Este valor es superior al 6,4% verificado entre los nueve primeros meses de 1995 y 1994.

Es importante destacar que no se observan cambios en la sostenida expansión de los servicios públicos que fueron privatizados, ya que entre 1993 y 1996 estos crecieron más de un 30%, mientras que la economía en su conjunto se vio sumida en una recesión que alcanzó el 3,5% entre el tercer trimestre de 1996 y el promedio de 1994.

Esta fuerza expansiva responde a distintas causas, entre las que podemos mencionar:

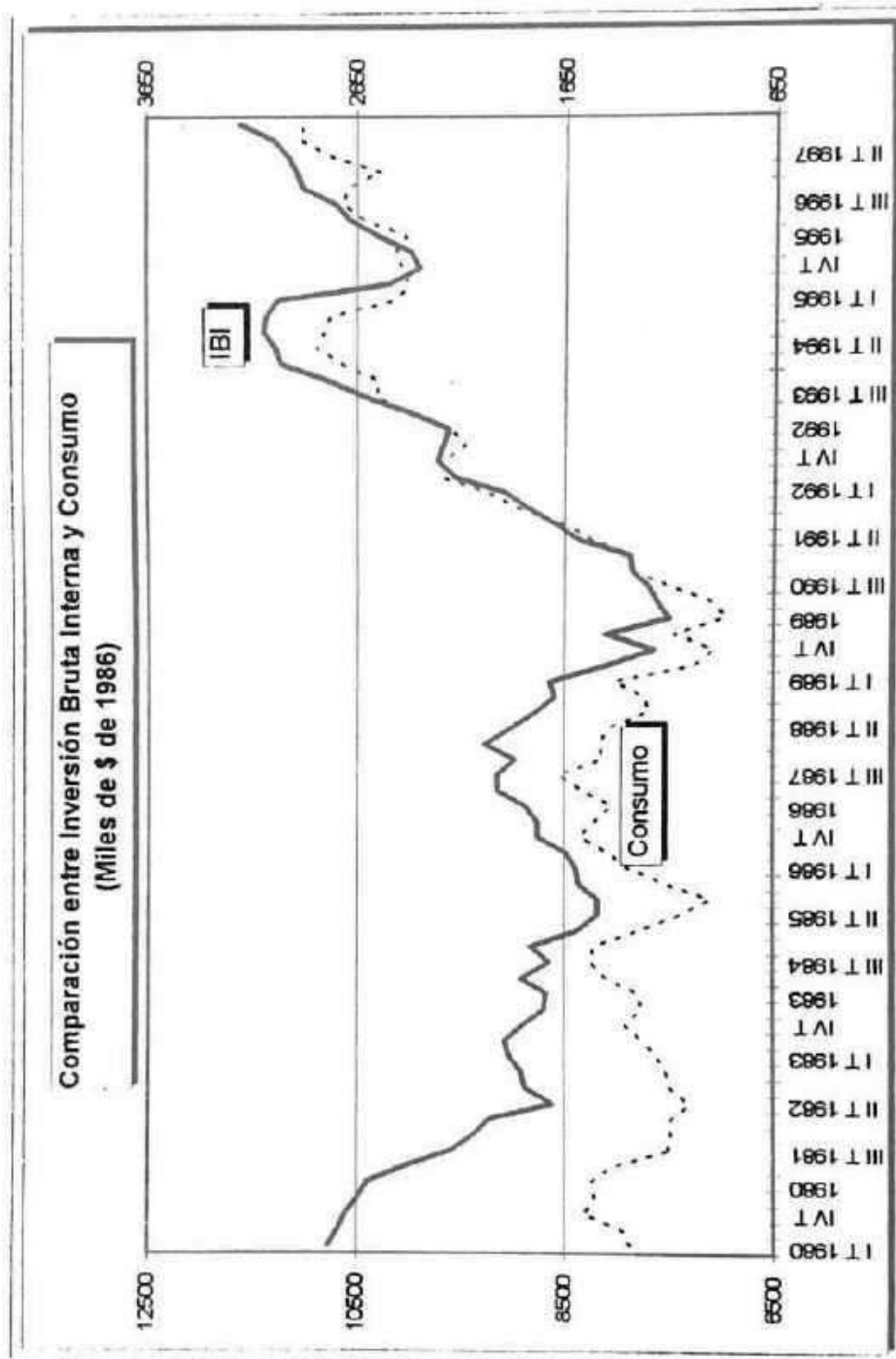
- Demanda cautiva aún no cubierta, ya que en el momento de las privatizaciones se registraba un importante déficit en la cobertura.
- Oferta crece a un ritmo acelerado como consecuencia de las inversiones que generan una excepcional relación Producto/Capital.

En el capítulo correspondiente a Mercado de Capitales se reproducen los indicadores bursátiles básicos por cada sector de actividad, y por lo tanto puede obtenerse una idea complementaria a los comentarios de este capítulo a nivel de las empresas cotizantes.

Asimismo, en el análisis sectorial de la economía de la Provincia de Córdoba se detallan algunos indicadores de producción a nivel nacional por su impacto sobre la economía de la región.



Gráfico 2.4



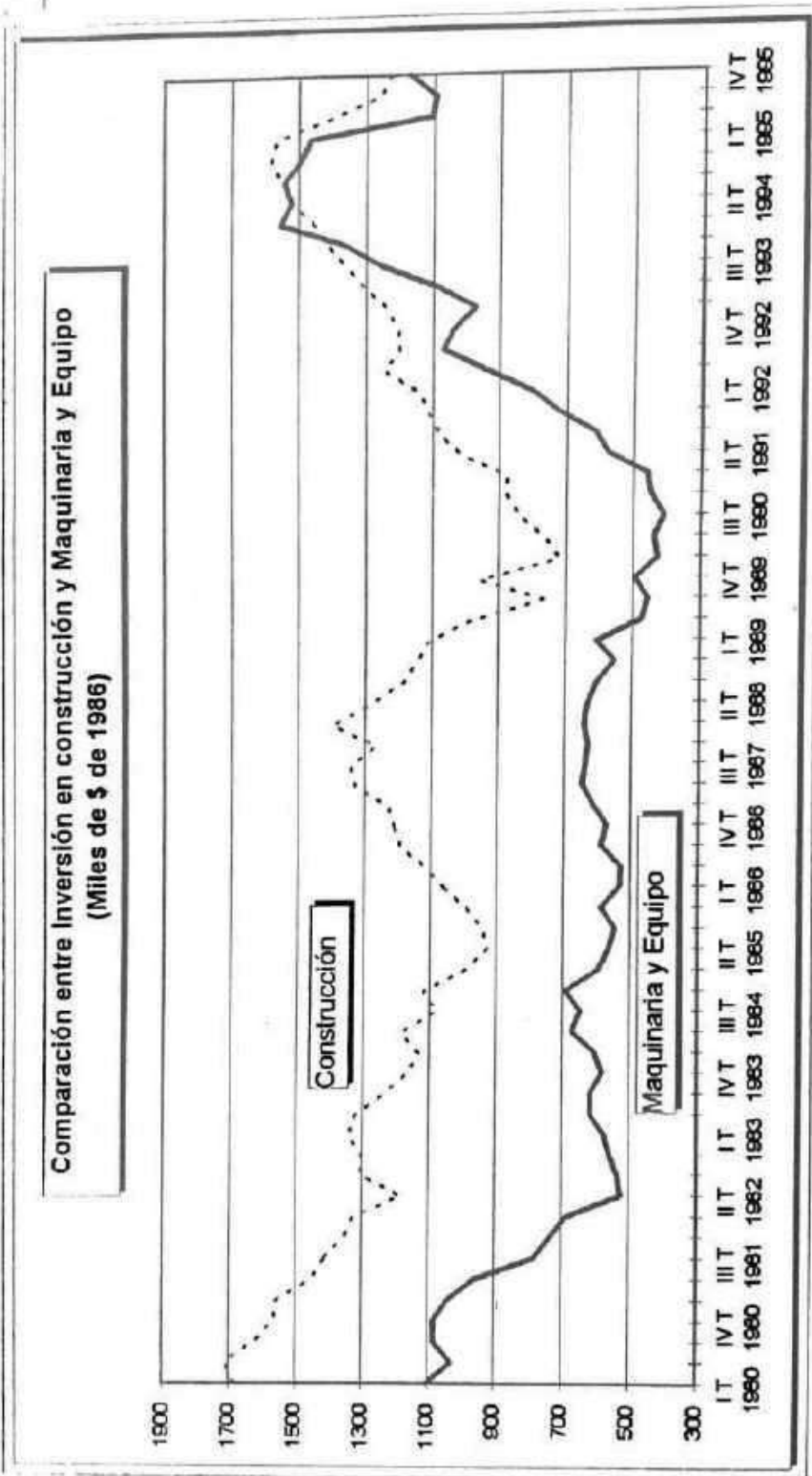
Fuente: Cuentas Nacionales, Oferta y Demanda Globales 1980 - 1995.





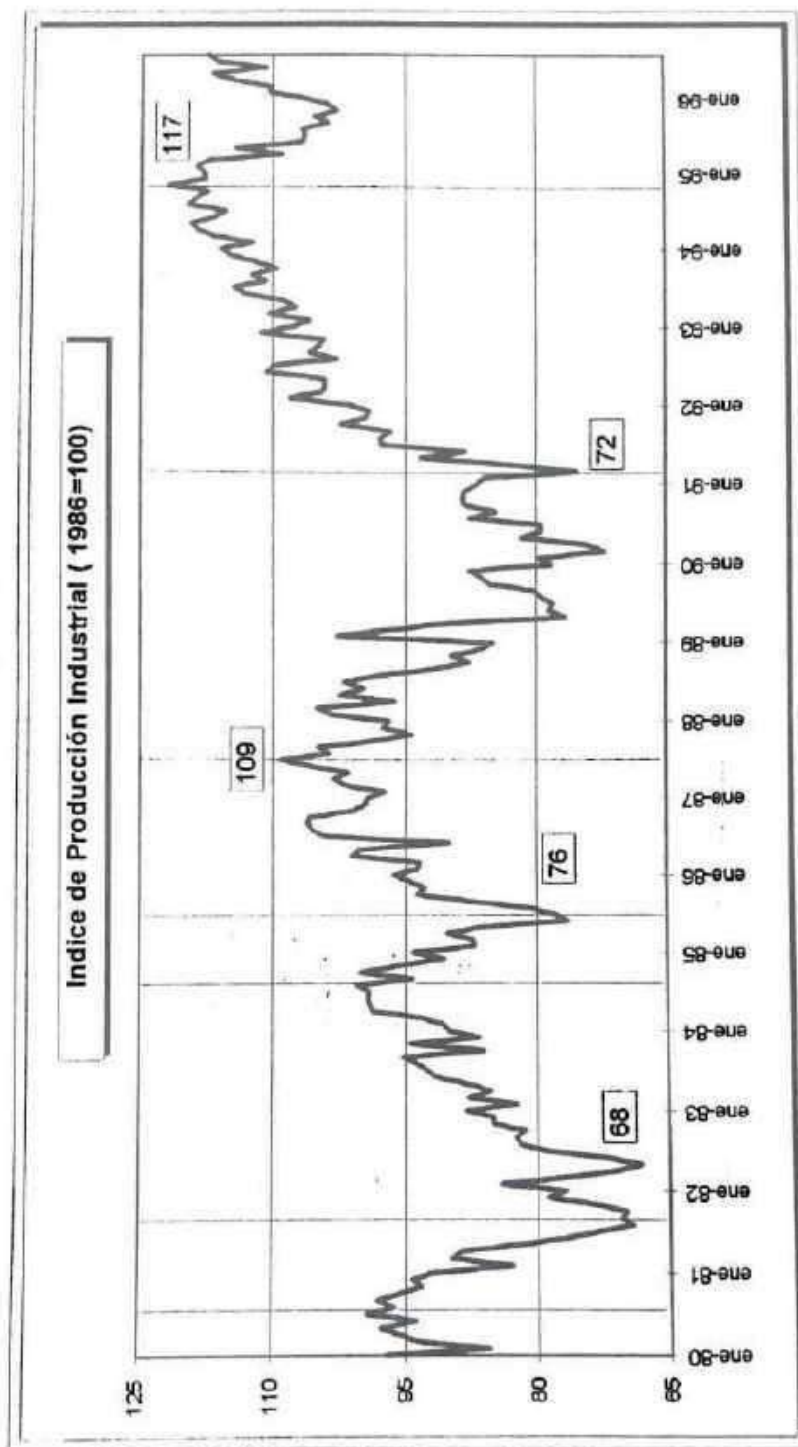
NIVEL DE ACTIVIDAD

Gráfico 2.5



Fuente: Cuentas Nacionales, Oferta y Demanda Globales 1980 - 1995.

Gráfico 2.6



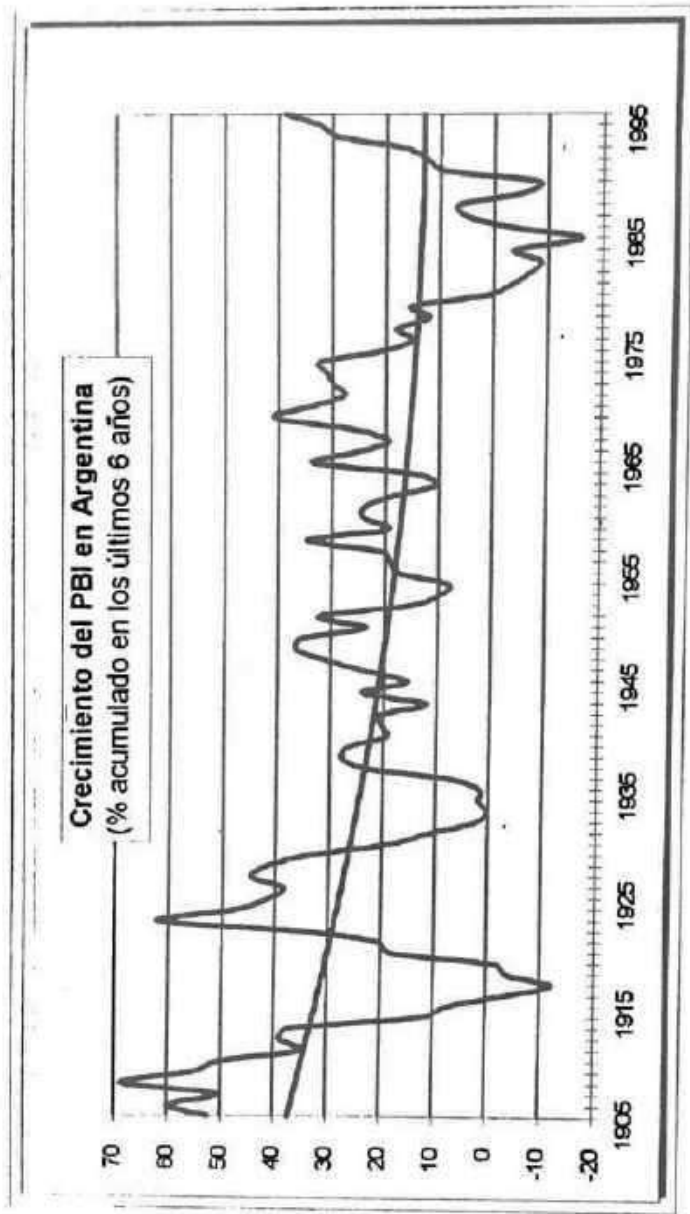
Fuente: Estudio Broda y Asociados.





NIVEL DE ACTIVIDAD

Gráfico 2.7



Fuente: Elaboración propia en base a las series históricas de los siguientes estudios indicados para cada período:

- 1900-1934: "El Desarrollo Económico Argentino". CEPAL (mineografiado). Sgo. de Chile. 1958
- 1934-1945: "Producto e Ingreso de la República Argentina en el período 1935-1954" Secretaría de Asuntos Económicos 1955.
- 1946-1955: "El Desarrollo Económico Argentino". CEPAL, (mineografiado). Sgo. de Chile. 1958
- 1955-1975: "Sistemas de Cuentas del Producto e Ingreso de la Rep. Argentina" BCRA, Bs.As., 1975
- 1975-1996: Estimaciones Trimestrales de Oferta y Demanda, BCRA.

* 1996: El PBI para 1996 fue calculado suponiendo un crecimiento del 3 % respecto al valor correspondiente a 1995.

NIVEL DE ACTIVIDAD

Cuadro 2.4

Concepto	Unidad	Cantidad			Variación %		
		jul-96	ago-96	sep-96	Ago / Jul	Sep / Ago	9 primeros meses de 95/94
Indicador Sistémico de Serv. Públicos	x	139,9	133,5	128,8	-4,6	-3,5	6,4
Energía eléctrica generada bruta	GWh	6208	5627	5437	-9,4	-3,4	4,8
Producción de gas natural	mill.m3	3400	3250	2700	-5,4	-14,4	8,4
Agua entregada a la red por A.A.	mill.m3	113	115	112	1,4	-3	-3,9
Transporte terrestre total	mil pasaj.	192.845	194.409	184.452	0,8	-5,1	-2
Subterráneos	mil pasaj.	18.341	17.746	17.010	-3,2	-4,1	10,6
Omníbuses urbanos	mil pasaj.	138.838	141.134	133.419	1,7	-5,5	-8,6
Ferrocarriles urbanos	mil pasaj.	35.497	35.369	33.893	-0,4	-4,2	40,8
Ferrocarriles interurbanos	mil pasaj.	169	160	130	-5,2	-18,8	8,6
Aeronavegación comercial	mil pasaj.	1.026	947	904	-6,8	-4,5	5
Carga transportada por ferrocarril	mil ton.	1.560	1.527	1.452	-2,1	-4,9	16,1
Carga transportada por avión	ton.	13.293	12.698	14.021	-3,3	10,4	-2,2
Peaje (vehículos pasantes)	mil vehíc.	6.306	6.346	5.684	0,6	-10,4	-2,8
Líneas telefónicas instaladas	miles	6.858	6.868	7.040	0,1	2,5	9,3
Líneas telefónicas en servicio	miles	6.027	6.067	6.120	0,7	0,9	10,9
Teléfonos públicos	miles	77	79	80	1,7	2,3	17,1
Teléfonos celulares en servicio	miles	519	542	568	4,5	4,8	41,3

Fuente: INDEC



I.3. FINANZAS PUBLICAS

3. Finanzas Públicas

3.1. Ingresos Públicos

La debilidad de los ingresos fiscales fue objeto de preocupación durante 1996. Al respecto, el gobierno implementó distintas medidas con el objetivo de revertir esta situación.

Comparando el nivel de ingresos de los primeros 10 meses de 1996 con igual periodo del año anterior, se aprecia que el acumulado se incrementó un 1,5%.

Los ingresos de la Dirección General Impositiva y de la Aduana se incrementaron un 6,68% y un 10,89% respectivamente, mientras que Seguridad Social disminuyó un 12,08%, como se puede observar en el cuadro 3.1.

Si consideramos con mayor detalle los ingresos de la DGI, debe recordarse que los tres puntos adicionales del IVA comienzan a regir a partir del segundo trimestre de 1995 y que la disminución en los impuestos internos se puede atribuir en parte a la baja de alícuotas dispuestas por el Poder Ejecutivo durante el primer semestre.

El desempeño del sistema previsional estuvo influido por la disminución en las contribuciones empresarias a la Seguridad Social y el traspaso de aportantes hacia el régimen de capitalización.

Cuadro 3.1. : Recaudación Tributaria Enero-Octubre (millones de \$)

	1995	1996	Var. '96/'95
DGI	23.408	24.972	6,68%
IVA	15.668	16.373	4,50%
Ganancia	5.180	5.532	6,80%
Internos	1.671	1.414	-15,40%
Otros	889	1613	81,44%
Aduana	1.672	1.854	10,89%
Seguridad Social.	10.069	8.853	-12,08%
Total	35.148	35.678	1,51%

Fuente: Estudio Broda y Asociados.

Entre las últimas reformas tributarias puede mencionarse el incremento de los impuestos a los combustibles, a los autos gasoleros, ganancias y bienes personales. En el cuadro 3.2 se detalla el aumento de la alícuota y la recaudación oficial estimada.

Además, se aprobó la prórroga del Pacto Fiscal II hasta 1998. Esto le permitirá a las provincias postergar el reemplazo del impuesto a los Ingresos Brutos por un Impuesto General al Consumo. A su vez, se le garantizó a los estados provinciales un piso de coparticipación mayor. A los \$ 740 millones mensuales, se le agregan cerca de \$ 37 millones más por la recaudación del incremento de Ganancias.



Cuadro 3.2.: Cambios en las Alicuotas Impositivas

Impuesto	Aumento en la alícuota	Recaudación oficial estimada anual (millones de \$)
Impuesto a los Combustibles	Por litro:	
	12 ctvos.: Gasoil, dieseloil, querosen y fueloil	1.200
	10 ctvos.: Naftas	600
	Por M3:	
	3 ctvos.: G.N.C.	30
Impuesto a los autos gasoleros(a partir de 1/01/97)	0 al 10%	200
Impuesto a las ganancias	del 30 al 33% (para empresas, se equiparan las S.A. y S.R.L.)	580
	de un máximo de 30 al 33% (para personas físicas)	S/D
Impuesto a los bienes personales	0,5% (se mantuvo)	700

Fuente: Ambito Financiero, 26/09/96.

Entre las medidas anunciadas por el Dr. Silvani se destacan:

DGI

- Ley Penal Tributaria.
- Privatización de la ejecución de las deudas inferiores a \$ 50.000.
- Creación de cuerpos especiales de fiscalización que investiguen al sistema previsional.
- Aplicación de multas a los consumidores que no exijan tickets o facturas. El monto de estas oscilarían entre \$ 167 y \$ 1.670.

En cuanto a los proyectos previstos para el año próximo se encuentra la reducción de las cargas al trabajo, siendo el impuesto a las ganancias su reemplazante. El objetivo de este cambio es la simplificación del régimen tributario actual.

3.2. Gastos

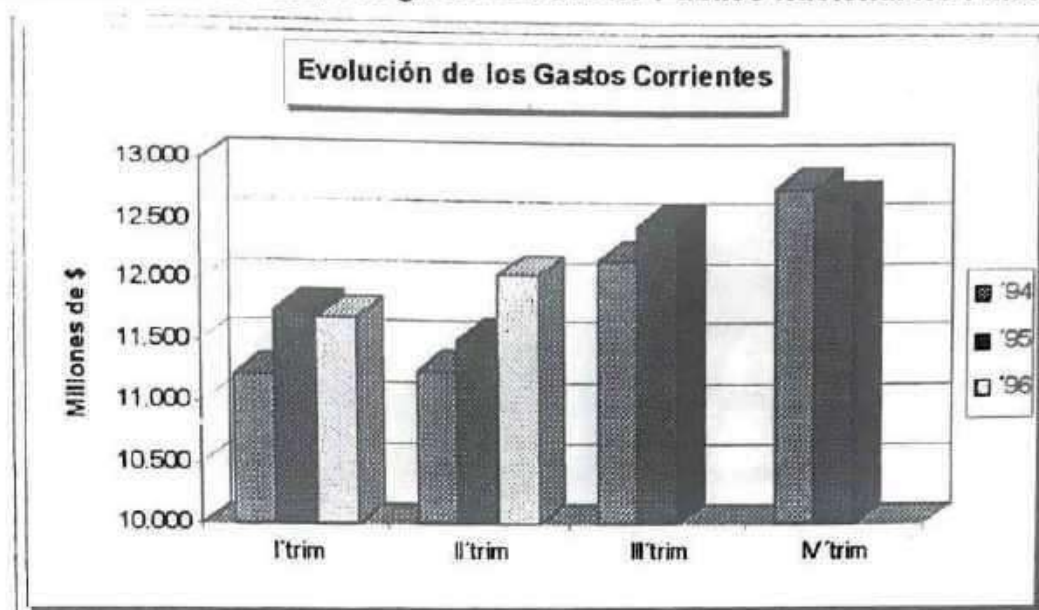
En el gráfico 3.1. puede observarse la evolución del gasto corriente del Sector Público Nacional No Financiero desde el primer trimestre de 1994 hasta el segundo de 1996.

Durante los primeros tres trimestres de 1995 las erogaciones corrientes se incrementaron respecto a igual periodo del año anterior. En cambio, en los últimos tres meses de 1995 el gasto fue menor respecto a igual lapso de 1994.



En los primeros meses de 1996 la tendencia iniciada al final de 1994 continuó. Por el contrario, el segundo trimestre de 1996 presenta un incremento del 4,7% si lo comparamos con igual periodo del año anterior.

Gráfico 3.1. : Evolución del gasto del Sector Público Nacional No Financiero



Fuente: Ministerio de Economía.

3.3. Resultado Fiscal del Sector Público Nacional no Financiero

En los cuadros incluidos en las últimas páginas de este capítulo pueden observarse los resultados trimestrales del Sector Público Nacional no Financiero - Base Caja para los últimos tres años, donde es fácil concluir que el deterioro de las cuentas públicas se inicia en el tercer trimestre de 1994, produciéndose desde entonces un déficit creciente.

En términos anuales, el déficit total previsto por el Ministerio de Economía para 1996 alcanzaría alrededor de \$ 6.000 millones.

Las autoridades económicas sostienen que se trata de un déficit estructural debido principalmente a la reforma del sistema previsional. Asimismo se suma el efecto de la disminución de los aportes patronales y la transferencia de las cajas jubilatorias provinciales.

3.4. Finanzas Públicas Provinciales

La situación fiscal de las provincias es tratada con mayor profundidad en los capítulos referidos a la economía de Córdoba, sin embargo haremos referencia al déficit fiscal y al nivel de endeudamiento de las provincias a fin de agregar los valores correspondientes a los que surgen del sector público nacional.



Durante 1996 la mayoría de las provincias han encarado severos programas de ajuste con el objetivo de equilibrar sus cuentas públicas. Sin embargo, los mismos no poseen un programa de reforma a largo plazo. Como consecuencia de esto, los niveles de productividad de las Administraciones y Organismos provinciales no muestran una evolución favorable como los del sector privado.

Es por ello que se destaca la necesidad de implementar un proceso de transformación de los estados provinciales a largo plazo, que incluya, entre otros aspectos, presupuesto base cero, cambios en la estructura organizativa, etc. Es decir, llevar adelante un rediseño del Estado.

El déficit consolidado de las 23 provincias estimado por la Subsecretaría de Programación Regional es de \$ 1.200 millones para el corriente año. Si consideramos que en 1995 el mismo ascendió a \$ 2.800 millones, podemos apreciar la magnitud del mejoramiento en la situación de las provincias.

3.5. Resultados Fiscales y Deuda a Nivel Nacional y Provincial

El volumen total adeudado por los gobiernos provinciales se eleva a \$ 17.255 millones, en tanto que el correspondiente a la Nación es de \$ 90.199 millones. En el cuadro 3.3 se puede observar el monto y la variación de esta dos variables para los últimos dos años.

Cuadro 3.3.: Variación de la Deuda Pública al 30/06/96 en Millones de \$

Deuda Pública	1995	1996	Var. '96/'95
Nación	85.963	90.199	4,93%
Provincias	15.155	17.255	13,85%
Total	101.118	107.454	6,27%

Fuente: Secretaría de Hacienda MEyOSP y Estudio Broda.

3.6. Evasión Previsional

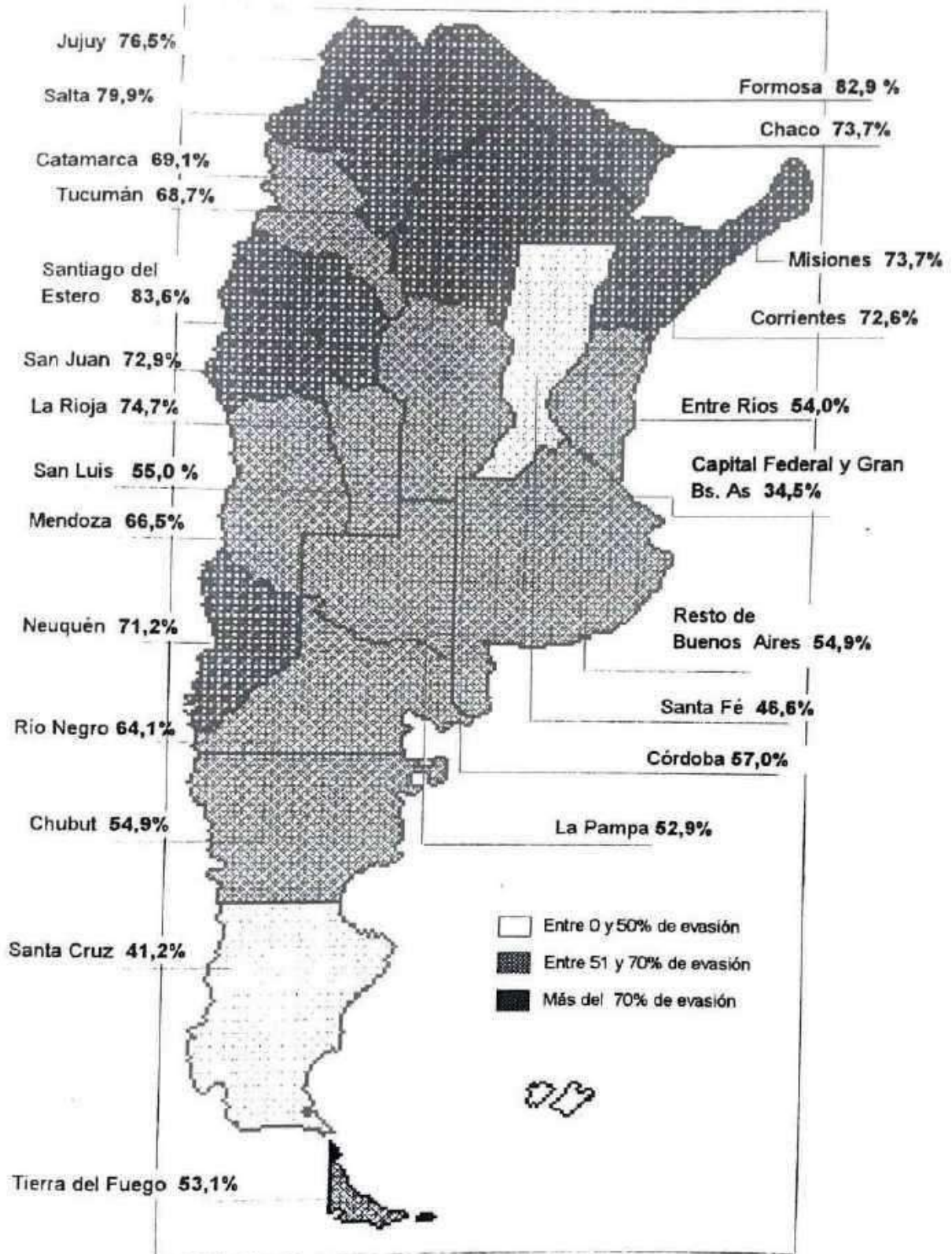
Los datos de la Secretaría de Seguridad Social del mes de Septiembre del corriente año indican que más de la mitad de la fuerza laboral no realiza sus aportes al sistema previsional. Los evasores suman un total de 5,4 millones de personas, mientras que el monto de la evasión asciende a \$ 1.700 millones mensuales.

Comparando los datos de Septiembre con los del mismo mes del año anterior se observa que la evasión se ha incrementado un 6 %. En el mapa de la evasión puede verse el porcentaje de evasores por provincias, siendo este significativamente mayor en las provincias del interior.

Esta evasión puede deberse principalmente a que las empresas retienen los aportes de los trabajadores y no los ingresan a la seguridad social, o a que las mismas pactan con los trabajadores el empleo en negro para "ahorrarse" los gastos.



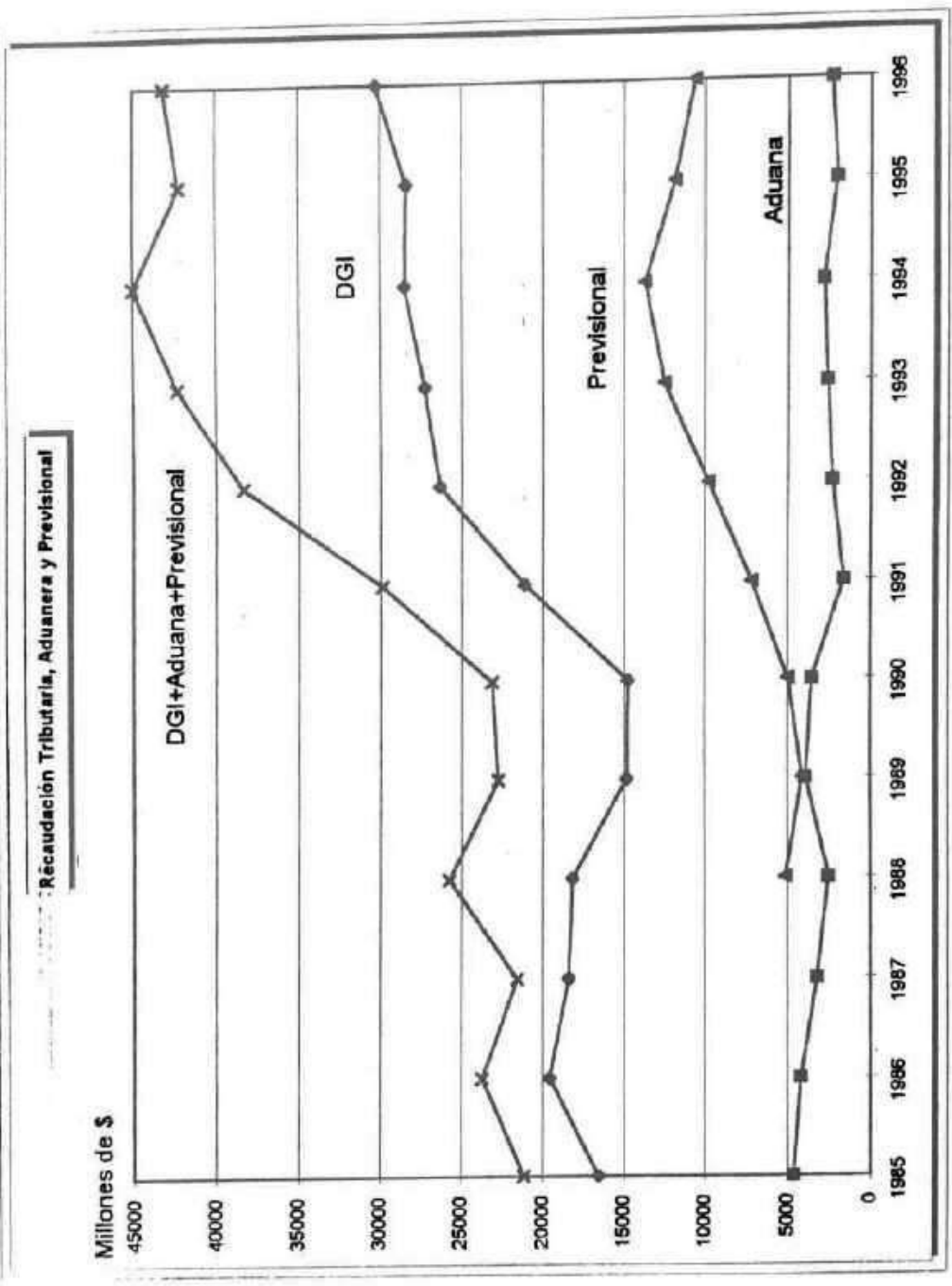
El Mapa de la Evasión



Fuente: Diario Clarín - 30/11/96

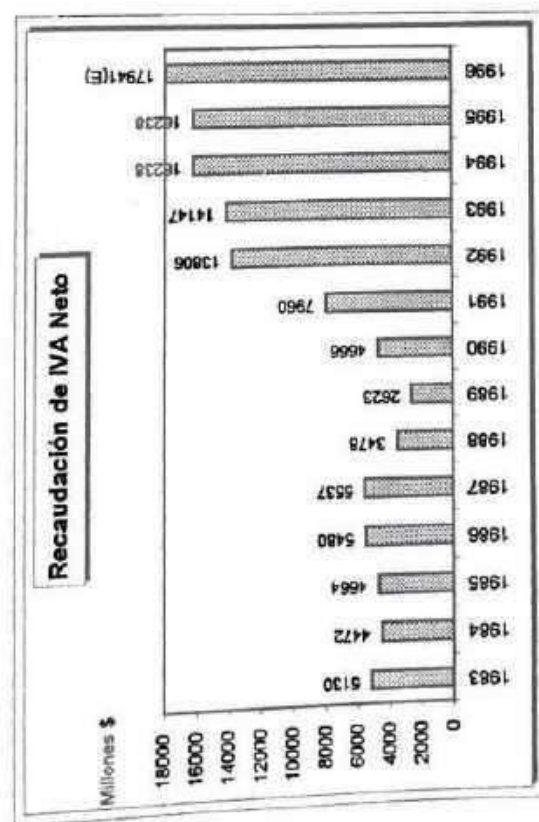


Gráfico 3.2

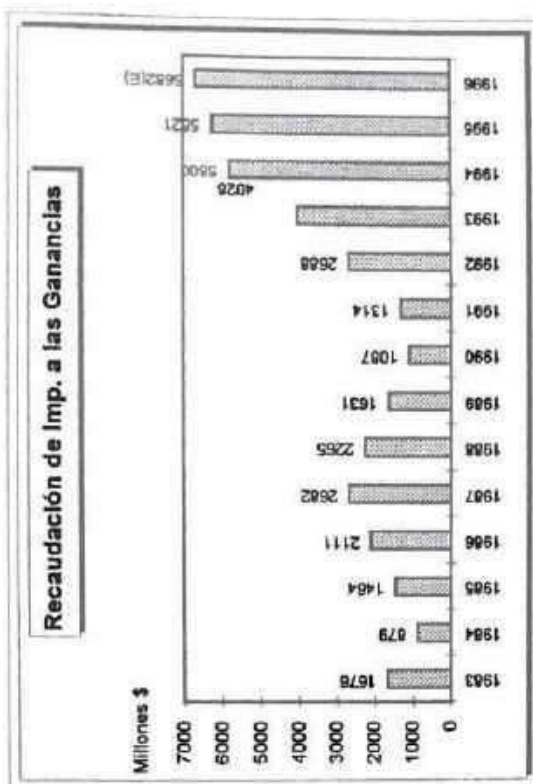


Fuente: IEERAL en base a DGI, ANA y SSS y estimación propia para 1996

Gráfico 3.3



Nota: Cifras expresadas en millones de \$ de Agosto de 1994
Fuente: En base a datos de la DGI y estimaciones propias



Nota: Cifras expresadas en millones de \$ de Agosto de 1994
Fuente: En base a datos de la DGI y estimaciones propias





SECTOR PÚBLICO NO FINANCIERO - BASE CAJA

Cuadro 3.4
(En millones de pesos corrientes)

CONCEPTO	1994				1995				1996		
	I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III (*)
1) INGRESOS CORRIENTES	11.743,8	12.112,6	11.680,4	11.834,0	11.923,0	12.206,0	11.602,0	13.037,3	11.116,0	11.402,0	11.556,0
1.1 Ingresos Tributarios	7.421,0	8.416,0	7.547,0	7.730,0	7.390,0	8.127,0	7.576,0	7.943,0	10.462,0	10.799,0	10.992,0
1.2. Contribución Seguridad Social	3.806,0	2.960,0	3.441,0	3.206,0	3.320,0	2.966,0	3.342,0	4.055,5			
1.3. No tribut. (Int. s/Res., Rec.Aval.)	532,2	742,8	680,8	905,0	1.278,0	1.068,0	676,0	1.038,8	672,0	618,0	573,0
1.4. Sup. Corr. Empr. Públicas	-15,4	-6,0	11,6	-7,0	-86,0	24,0	8,0		-18,0	-15,0	-9,0
2) INGRESOS DE CAPITAL	82,4	472,9	11,1	283,0	8,0	133,0	183,0	932,1	28,0	279,0	183,0
2.1 Privatizaciones	76,1	463,7	3,3	246,0	1,0	124,0	131,0	915,0	15,0	264,0	71,0
2.2 Otros	6,3	9,2	7,8	37,0	7,0	9,0	52,0	17,1	13,0	15,0	27,0
3) EGRESOS (sin intereses)	10.761,6	10.218,5	11.381,1	11.580,0	10.967,0	10.459,0	11.689,0	11.486,2	11.143,0	11.405,0	11.771,0
3.1. Personal	1.829,0	1.721,6	1.840,0	1.905,0	1.914,0	1.500,0	1.785,0	1.909,0	1.637,0	1.645,0	1.803,0
3.2. Bienes y Servicios	884,4	514,0	646,3	877,0	586,0	591,0	561,0	640,8	560,0	500,0	535,0
3.3. Otros	146,8	226,5	409,8	397,0	118,0	114,0	626,0	34,8	440,0	681,0	611,0
3.4. Prestaciones de la Seg. Social	4.317,1	4.004,1	4.854,9	4.846,0	4.860,0	4.781,0	5.200,0	4.144,1	4.879,0	4.583,0	4.969,0
3.5. Transf. a Provincias	3.574,3	3.752,3	3.630,1	3.755,0	3.459,0	3.473,0	3.517,0	4.757,5	3.627,0	3.966,0	3.823,0
4) GASTOS DE CAPITAL	291,0	221,3	297,6	372,0	912,1	818,4	234,0	741,1	216,0	227,0	231,0
5) SUPERAVIT PRIMARIO SIN PRIV.	708,0	1.682,0	10,0	-80,0	50,0	931,0	-269,0	827,1	-229,0	-216,0	-419,0
6) SUPERAVIT PRIMARIO	783,6	2.145,7	12,8	165,0	51,9	1.060,6	-138,0	1.742,1	-214,0	49,0	-348,0
7) INTERESES	604,7	1.054,2	677,0	1.046,0	791,6	1.053,2	1.034,0	1.206,0	898,0	1.168,0	1.129,0
8) SUPERAVIT TOTAL	178,9	1.091,6	-684,2	-881,0	-739,6	7,4	-1.172,0	536,1	-1.112,0	-1.118,0	-1.477,0

(*) Estimación muy preliminar

Fuente: En base a Secretaría de Hacienda y Carta Económica.

EVOLUCION DEL RESULTADO FINANCIERO

SECTOR PUBLICO NO FINANCIERO - BASE CAJA
(En millones de pesos) (1)
Cuadro 3.6

CONCEPTO	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996 (*) (Proy.)
1) INGRESOS CORRIENTES	28.663	28.202	24.406	21.798	22.882	29.072	38.769	44.688	47.372	45.545	45.888
1.1 Ingresos Tributarios							25.676	28.738	31.115	43.390	43.405
1.2 Contribución Seguridad Social							10.675	12.549	13.412		
1.3. No tributarios							1.994	2.656	2.861	3.207	2.532
1.4. Sup. Corr. Empr. Públicas							424	755	-16	-51	-49
2) INGRESOS DE CAPITAL	1.179	1.033	1.304	1.601	577	1.923	1.893	666	801	2906	1.592
2.1 Privatizaciones	0	0	0	0	567	1.872	1.787	523	727	1171	507
2.2 Otros	1.179	1.033	1.304	1.601	10	51	106	145	74	85	85
2.3 Prést. asoc. a la morat. prev.										1.350	1.000
3) EGRESOS (sin intereses)	23.879	24.667	22.654	19.841	18.414	25.864	33.901	38.215	43.868	45.330	46.507
3.1. Personal	4.577	4.752	4.835	4.121	3.615	4.744	5.454	6.474	7.296	6643	7.040
3.2. Bienes y Servicios	1.931	1.870	1.671	1.481	1.210	1.468	2.259	3.064	2.403	2.064	1.982
3.3. Otros	2.000	1.517	1.184	1.138	732	1.262	902	334	1.323	2.555	2.396
3.4. Prestaciones de la Seg. Social	6.182	7.899	7.036	5.808	6.709	9.130	12.656	14.798	18.022	19.530	19.525
3.5. Transf. a Pctas.	7.189	8.629	7.928	7.293	6.148	9.262	12.620	13.544	14.822	14.538	15.564
4) GASTOS DE CAPITAL	4.220	5.214	4.466	3.478	2.391	1.911	1.838	1.507	1.247	1.109	765
5) SUPERAVIT PRIMARIO SIN PRIV.	1.743	-646	-1.440	80	2.087	1.348	3.138	5.121	2.333	192	-1.299
6) SUPERAVIT PRIMARIO	1.743	-646	-1.440	80	2.654	3.220	4.923	5.645	3.060	1.363	-752
7) INTERESES	5.242	5.185	4.818	7.630	5.199	3.017	3.937	2.914	3.382	4.086	4.693
8) SUPERAVIT TOTAL	-3.489	-6.831	-6.258	-7.550	-2.645	203	986	2.731	-322	-2.723	-4.456

(1) Las cifras anteriores a abril de 1991 están expresadas en pesos de abril de 1991, y a partir de dicho mes expresadas en moneda corriente.

(*) En base a proyecciones Estudio Broda y Asociados - Noviembre de 1995

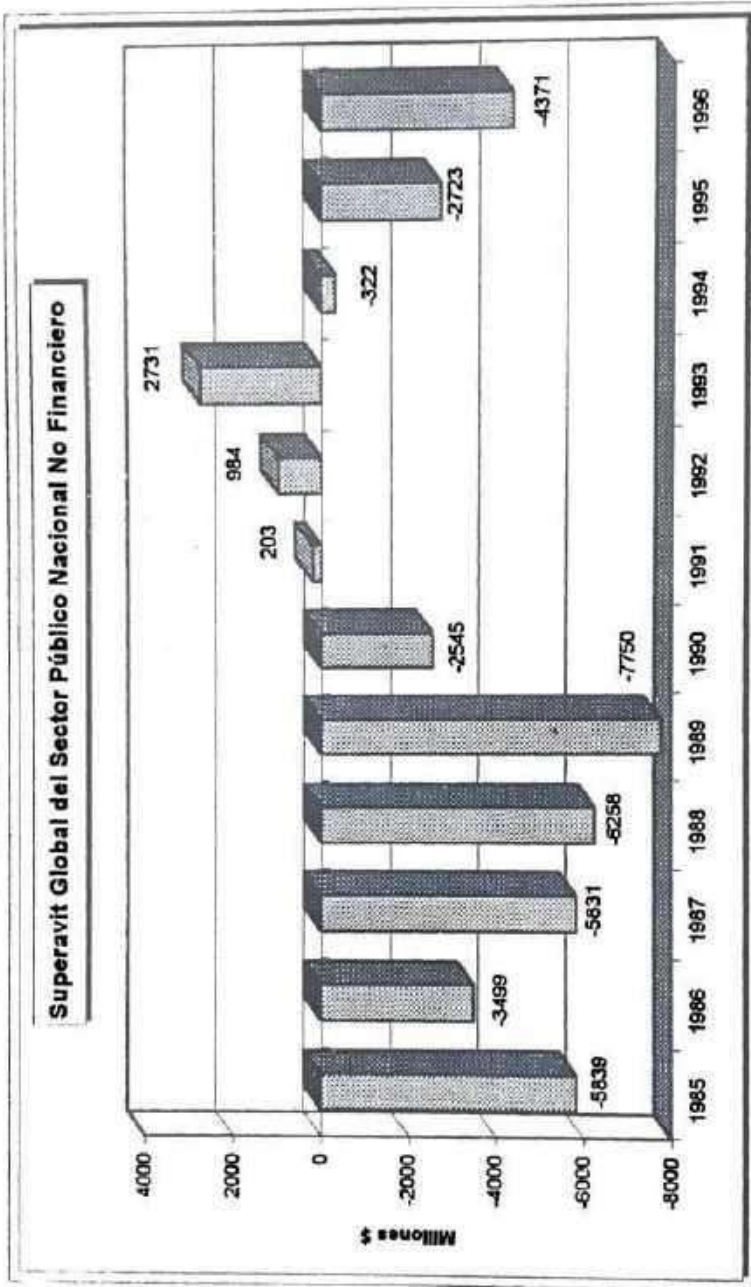
Fuente: Elaboración en base a Secretaría de Hacienda, Estudio Broda y Asociados, Estudio Rodríguez Clavartini y estimaciones propias.





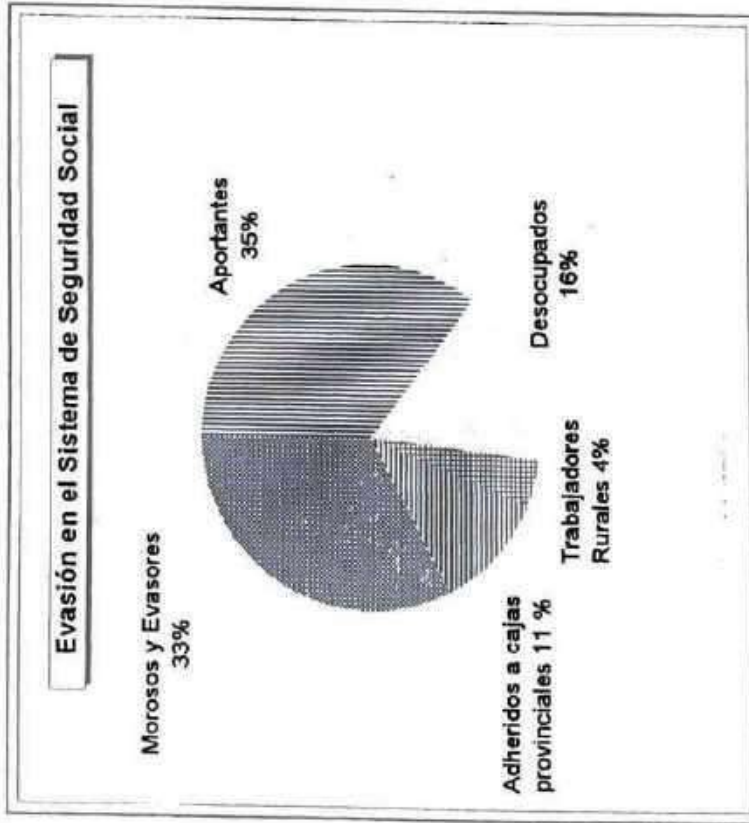
FINANZAS PUBLICAS

Gráfico 3.4

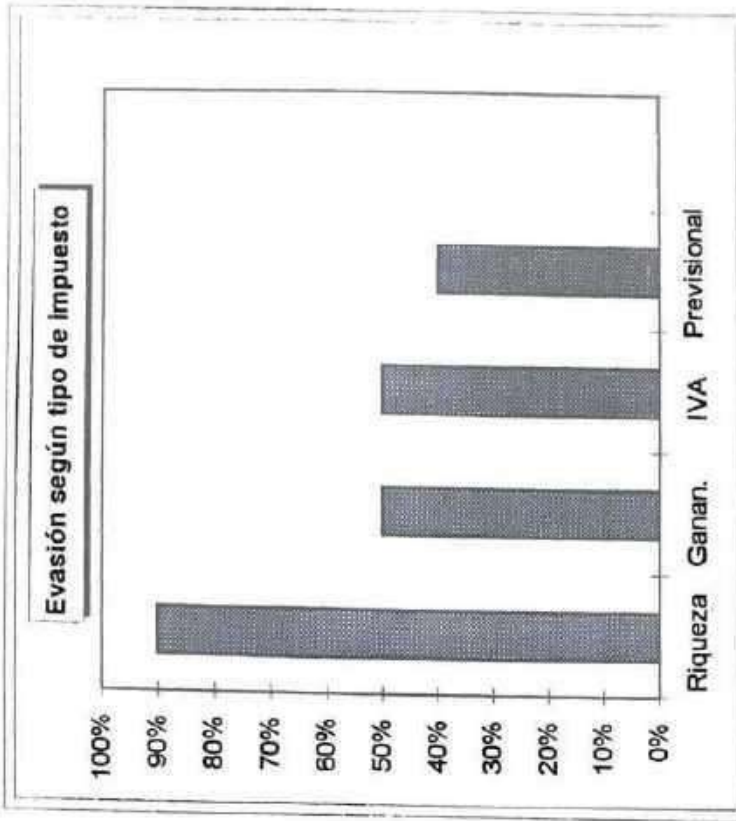


Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda y Estudio Broda.

Gráfico 3.5



Fuente: Secretaría de Seguridad Social



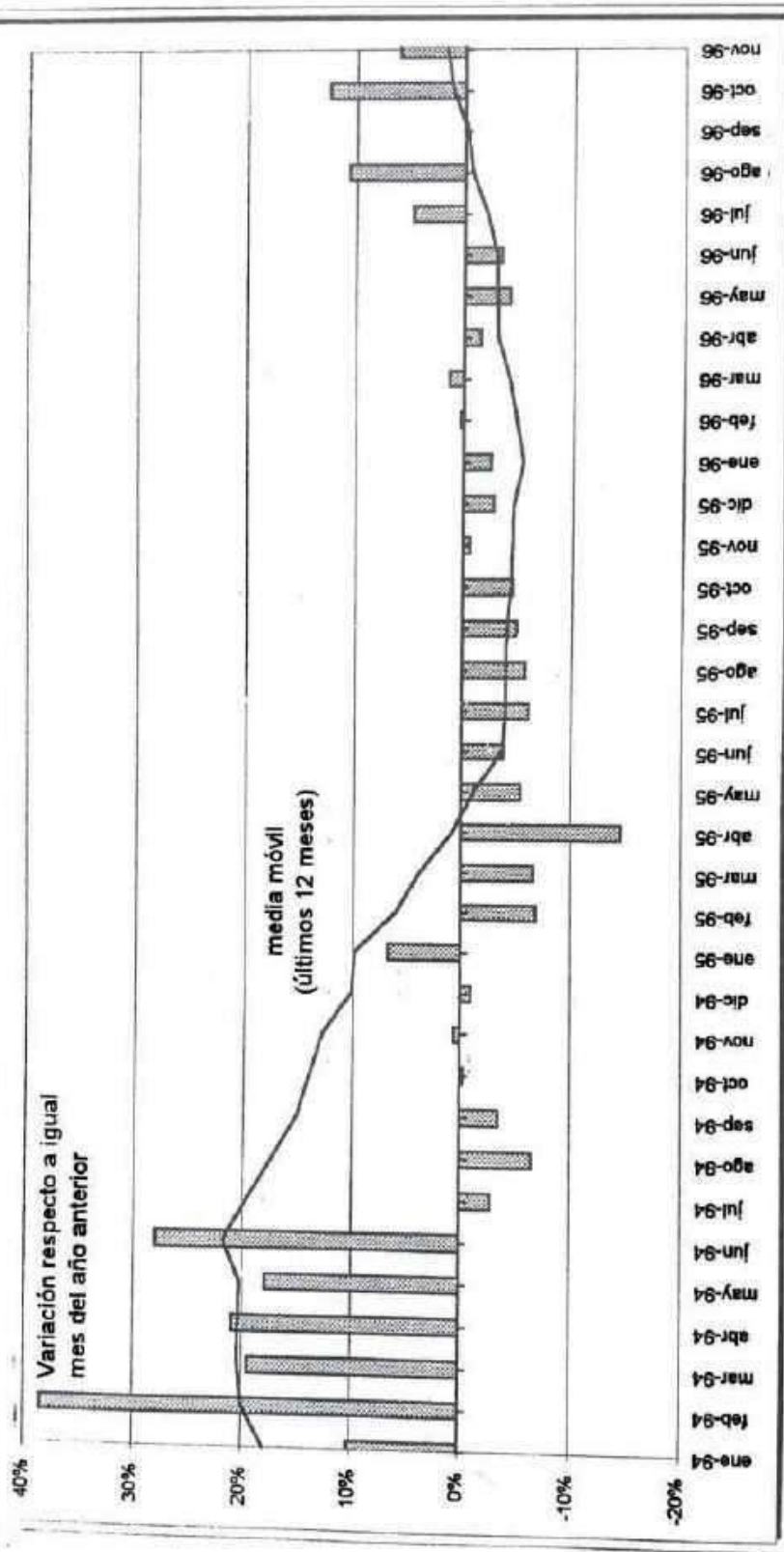
Fuente: Diario Clarín - Suplemento Económico - 22 de octubre de 1995 - Declaraciones de Ricardo Gutiérrez





Gráfico 3.6

Recaudación Total (sin AFJP)



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda y Estudio Broda.

I.4. SECTOR EXTERNO

4. Sector Externo

Desde el punto de vista de la economía real, nuestro país todavía no se encuentra compitiendo dentro de una economía global integrada por los países más desarrollados, sino que actúa dentro del Mercosur, o sea en una zona de libre comercio protegida por una tarifa externa común, esquema que le otorga una cierta ventaja frente al resto del mundo y que le permite a las empresas locales prepararse para competir dentro de un contexto más amplio.

De esta manera, Argentina participa de un regionalismo abierto encuadrado por la zona de libre comercio establecida entre los miembros del Mercosur y que se define por la reducción de los aranceles de importación, la desregulación y la eliminación de restricciones para el comercio entre los países que lo componen. Existe un interés creciente por incorporarse a la misma por parte de otros países de la región, tal como el caso de Chile quien lo hizo en octubre pasado o Bolivia que espera hacerlo en el transcurso de 1997, mientras se intenta avanzar en las conversaciones con el Grupo Andino.

En la etapa actual del proceso de integración se ha constituido una unión aduanera imperfecta entre los firmantes del Tratado de Asunción, cuya tarifa externa común y los aranceles promedio de las listas de excepción por país establecen un nivel de protección que promueve, entre otros beneficios, inversiones directas por parte de numerosas empresas multinacionales, un acelerado proceso de fusiones y adquisiciones, la incorporación de tecnología, nuevas formas de organización empresarial y una creciente capacitación de los recursos humanos locales. Si bien existen algunas críticas por parte de quienes juzgan que el nivel de la tarifa externa es elevado en términos de la eficiencia que deberían alcanzar algunos sectores de la actividad industrial en el Mercosur, existe un mayoritario reconocimiento e interés por parte de otros bloques económicos, países, instituciones e inversores en negociar y participar en las actividades de esta nueva iniciativa.

El regionalismo abierto al que se hace referencia en los párrafos anteriores está en el marco de la Organización Mundial del Comercio (OMC) a la cual se encuentra adherido nuestro país desde el año 1991 y está en vías de hacerlo el Mercosur. De esta forma, Argentina se sujeta a las normas internacionales establecidas por la OMC, lo cual implica compromisos y obligaciones, pero simultáneamente importantes beneficios al ser miembro de la organización, tales como la posibilidad de exigirles a los países desarrollados el cumplimiento de la eliminación de los subsidios a la comercialización de productos agropecuarios, condición establecida en la Ronda Uruguay del GATT.

A su vez, nuestro país asume un compromiso multilateral como miembro del Mercosur, acuerdo que se ratifica mediante las leyes sancionadas por los Congresos de los países integrantes. Por lo tanto, es probable que en el futuro el peso de las obligaciones asumidas frente a la OMC y el Mercosur disminuyan la volatilidad del marco jurídico y de la política económica que nos caracterizó en el pasado.¹

¹ Ver un análisis más completo sobre las consecuencias de la alta volatilidad sobre la economía argentina y latinoamericana en "El Balance de la Economía Argentina en 1995", Bolsa de Comercio de Córdoba, 1995 y "Hacia una economía menos volátil", BID, 1995.



El regionalismo abierto en el cual participa nuestro país tiene un horizonte móvil, es decir, el proceso prevé la incorporación de nuevos países y acuerdos con otras regiones. El Area de Libre Comercio de las Américas (ALCA) es uno de los compromisos asumidos en el largo plazo, el cual está señalando otra vez más que resulta bastante difícil pensar en un retroceso mediante el cual se regrese a las viejas prácticas proteccionistas.

4.1. Exportaciones

El proceso de expansión de las exportaciones que comenzó en 1993 y se acentuó a partir del segundo trimestre de 1994, mostró una desaceleración en las altas tasas de crecimiento interanual durante el tercer trimestre de 1995 y el presente año

Gráfico 4.1.: Exportaciones e Importaciones Argentinas entre 1985 y 1996



Fuente: Databank

Las explicaciones para este fenómeno son diversas. Entre ellas se puede mencionar la desaparición del efecto inicial del estímulo comercial producido por la implementación de la zona aduanera del Mercosur en enero de 1995 y el estancamiento de la demanda brasileña de productos argentinos.

A esto se suma la reducción en las exportaciones de trigo como consecuencia de la menor producción debida a las malas condiciones climáticas presentadas en el segundo semestre de 1995 y la modificación en el régimen de reintegros de las manufacturas producidas con oro, que produjo una interrupción en las exportaciones de estos productos.

Durante el primer semestre de 1996 se observa un crecimiento simultáneo de exportaciones e importaciones. En el trimestre agosto - octubre los datos provisionales indican un deterioro de la balanza comercial producido por la disminución de las exportaciones en mayor medida que las importaciones.



**Cuadro 4.1.: Exportaciones / Importaciones (9 primeros meses de 1996)
(en millones de dólares)**

	9 meses 95	9 meses 96	Var. %
Exportaciones	16.125	17.700	9.77
Importaciones	14.937	17185	15.05
Saldo	1.188	515	-56.65

Fuente: Carta económica en base al Indec

4.2. Composición de las exportaciones argentinas

Si analizamos el comportamiento de las exportaciones desagregadas por rubros, vemos que durante los primeros nueve meses del corriente año las exportaciones de Combustibles han mostrado un crecimiento significativamente mayor al de los demás rubros, con un incremento del 31% respecto a igual período del año anterior. Las exportaciones de Bienes Primarios y de Manufacturas de Origen Agropecuario han mostrado un comportamiento similar con un crecimiento de alrededor del 13%, mientras que las Manufacturas de Origen Industrial han disminuido con respecto a 1995 en casi un 5%.

Cuadro 4.2.: Aumento de las Exportaciones por Grandes Rubros

Rubros	9 meses 95	9 meses 96	Variación %	Participación s/ total 1995*	Participación s/ total 1996*
Bienes primarios	4203	4805	14.32	26.07	27.15
Manuf. de origen agrop.	5479	6191	13.00	33.98	34.98
Manuf. de origen industrial	4867	4641	-4.64	30.18	26.22
Combustibles	1576	2063	30.90	9.77	11.66
Total exportaciones	16125	17700	9.77	100	100

* corresponde a los nueve primeros meses

Fuente: Indec

Dentro del rubro Productos Primarios se destacan los cereales, que representan el 42% del total de las exportaciones de dicho rubro y aproximadamente el 12% de las exportaciones totales de Argentina durante los ocho primeros meses de 1996. Ello se debe principalmente al incremento de los precios, generado por el alza de los precios internacionales, como consecuencia de la caída de la producción mundial.

Las exportaciones de pescados y mariscos sin elaborar mostraron un crecimiento del 33%, que supera el comportamiento de todos los demás ítems de este rubro, recuperándose de esta manera de la disminución presentada durante el primer trimestre del año. Otro ítem que mostró un importante crecimiento fue el de frutas frescas.

Dentro de las Manufacturas de Origen Agropecuario (MOA) se destaca el crecimiento de los residuos y desperdicios de la industria alimenticia, que representaron el 9,2% de las exportaciones totales de Argentina (acumuladas entre enero y agosto de 1996). Este rubro está constituido fundamentalmente por los



subproductos de la soja y del girasol que se incrementaron tanto en precio como en volumen. Otros productos que están experimentando una importante expansión son los derivados de los lácteos y los preparados de hortalizas, legumbres y frutas.

Los rubros que mostraron una caída significativa de alrededor del 12% fueron Carnes y Grasas y Aceites, debiéndose en el último caso básicamente a la disminución en el volumen exportado de aceite de soja.

La disminución de las exportaciones de Manufacturas de Origen Industrial se explica en gran medida por la caída de los rubros de textiles y confecciones, productos químicos y conexos y máquinas y aparatos eléctricos (capítulo en el cual se incluyen un importante número de autopartes que han dejado de exportarse con destino a Brasil). En relación a los textiles, la reducción del volumen exportado queda más que explicada por la eliminación a mediados del año anterior de los reintegros a las exportaciones de manufacturas elaboradas con oro que no fueran de origen minero.

Cuadro 4.3.: Principales productos exportados por Argentina en los 8 primeros meses de 1996 (en millones de dólares)

RUBRO	8 meses 1995	8 meses 1996	Var.%
Productos primarios	3945.6	4423.5	12.1
Cereales	1525	1868.1	22.5
Semillas y frutos oleaginosos	808.2	832.4	3.0
Pescados y mariscos	376.3	500.5	33.0
Frutas Frescas	356	403	13.2
Fibra de algodón	346.3	339.7	-1.9
Hortalizas y legumbres	195.2	168.5	-13.7
Resto primarios	338.6	311.4	-8.0
Manufacturas de origen agropecuario	4810.3	5415.3	12.6
Residuos y desperdicios de la ind. alimenticia	756.4	1449.2	91.6
Grasas y aceites	1384.7	1228.2	-11.3
Carnes	816.5	709.58	-13.1
Pieles y cueros	626.9	571.1	-8.9
Preparados de hortalizas, legumbres y frutas	228.1	308.4	35.2
Pescados y mariscos elaborados	270	245.2	-9.2
Productos lácteos y huevos	154.1	193.6	25.6
Resto MOA	573.6	710.02	23.8
Manufacturas de origen industrial	4307.5	4075.3	-5.4
Material de transporte	889.4	1028.1	15.6
Metales comunes y sus manufacturas	726.7	747	2.8
Productos químicos y conexos	647.1	626.4	-3.2
Máquinas y aparatos eléctricos	628.9	609.4	-3.1
Papel, cartón, imprenta	261.7	237.4	-9.3
Materias plásticas artificiales	229.7	219.8	-4.3
Textiles y confecciones	282.4	187.8	-33.5
Resto MOI	641.6	419.4	-34.6
Combustibles	1399.6	1799.9	28.6
Derivados de combustibles minerales	1399.6	1799.9	28.6

Fuente: Elaboración propia en base a datos de INDEC



Si bien se observa una disminución en las exportaciones de partes y accesorios para automotores, la misma se ve compensada por un incremento en las exportaciones de chasis, carrocerías y automóviles terminados. Como resultado, el rubro materiales de transporte, que equivale al 6,5% de las exportaciones totales del periodo, se ve incrementado en un 15%.

4.3 Destino de las exportaciones

El análisis de las exportaciones por destino regional revela que, durante los primeros 9 meses del año, el 31,5% de las mismas estuvieron dirigidas al Mercosur, el 20,5% a la Unión Europea y el 9,7% al NAFTA, cubriendo estas tres regiones el 61,7% de lo exportado.

Cuadro 4.4: Destino de exportaciones por bloques económicos (en millones de dólares)

Destino	9 meses 95	9 meses 96	Var %	% sobre total 96
Mercosur	5149	5570	8.18	31.47
Unión Europea	3522	3638	3.29	20.55
Nafta	1549	1725	11.36	9.75
Resto	5905	6767	14.60	38.23
Total país	16125	17700	9.77	

Fuente: Indec

Es importante destacar cuales son los principales clientes de Argentina dentro de cada bloque económico y cual ha sido la evolución de la relación comercial con los mismos. Considerando el periodo Enero-Agosto de 1996, los principales destinos de exportación en orden de importancia han sido Brasil, Estados Unidos, Chile, Países Bajos y España, componiendo estos 5 países el 51% de los destinos de las exportaciones argentinas.

Cuadro 4.5: Distribución porcentual de las exportaciones por principales países de destino.

Principales países	Participación 1995	Participación 1996*
Brasil	26.2	25.9
Estados Unidos	8.4	8.1
Chile	7.0	7.2
Países bajos	5.7	5.8
España	3.3	3.6
Italia	3.5	3.1
Uruguay	3.1	2.7
Alemania	3.1	2.5
Paraguay	3.0	2.3
Resto	27.1	38.8
Total	100.0	100.0

*corresponde a los meses Enero- Agosto
Fuente: Informe trimestral Octubre de 1996 y anuario de comercio exterior 1995 del Indec.



Gráfico 4.2.: Principales Destinos de Exportación



Fuente: Informe trimestral Octubre de 1996 y anuario de comercio exterior 1995 del INDEC

Para interpretar la importancia relativa de los países limítrofes como destino de exportación, debe considerarse el avance del proceso de integración iniciado en 1991 y el funcionamiento a nivel de unión aduanera.

Brasil se ha consolidado como el socio más importante de Argentina en los últimos tres años. En 1995 explicó el 35,7% del incremento total de las ventas argentinas con respecto a 1994.

Durante 1996 las exportaciones hacia este país experimentaron una desaceleración debido al menor dinamismo mostrado por la economía brasilera en los últimos meses y a la desaparición del estímulo inicial producido por la implantación de la zona aduanera en enero del año pasado.

En los primeros 8 meses de 1996 se exportaron a Brasil casi 300 millones de dólares más que en igual período de 1995 (+7,8%). Se destaca la buena performance del aceite crudo de petróleo (U\$S 223 millones más), productos químicos, fibras de algodón y naturalmente el rubro material de transporte, que significa el 20,5% de las exportaciones a Brasil.

Por otra parte, la caída de los precios de animales vivos en el mercado vecino produjo una importante disminución en las exportaciones del rubro. Otras exportaciones que observan mermas importantes son: Grasas y Aceites, Bebidas, Textiles, Carnes y Cereales.

Debe destacarse el caso de Chile, que se constituyó en el mercado que más creció en términos absolutos en relación a igual período de 1995. Casi el 30% de las exportaciones hacia ese destino pueden explicarse por el crecimiento de las exportaciones de combustibles, carnes, productos lácteos, material de transporte y textiles. La estructura de las exportaciones argentinas a Chile se modificó en los últimos años, con una creciente participación de los combustibles como resultado de la puesta en funcionamiento del Oleoducto trasandino en 1994.



En las exportaciones a la **Unión Europea** se destacan las Manufacturas de Origen Agropecuario (el 30% de las exportaciones argentinas de MOA tuvieron como destino este mercado). Las exportaciones de mayor peso relativo fueron los Residuos de la industria alimenticia (subproductos de soja y girasol principalmente), que superan el 60% del total exportado por argentina en este rubro. También se destacan las carnes, en la cual la U.E. absorbió casi el 55% del total exportado por argentina.

El segundo rubro en orden de importancia fue el de **productos primarios**, destacándose las exportaciones de semillas y frutos oleaginosos, frutas frescas, pescados y mariscos sin elaborar, en este orden. Las exportaciones de productos primarios significan casi el 40% de las exportaciones totales a la Unión Europea, mientras que las manufacturas de origen industrial sólo representan el 11%.

En relación al **NAFTA, Estados Unidos**, el segundo destino más importante después de Brasil, experimentó un crecimiento del 6% con respecto a igual periodo de 1995 (ocho primeros meses). El principal rubro exportado a este país es el de Manufacturas de Origen Agropecuario, constituido fundamentalmente por Pieles y cueros, Hortalizas, Legumbres y frutas preparadas y Carnes.

Dentro del rubro productos primarios, se destacan las exportaciones de miel, tabaco sin elaborar y fibras de algodón. Las MOI constituyen sólo el 23% de las exportaciones hacia Estados Unidos, siendo las más relevantes en el periodo considerado las de Metales comunes y sus manufacturas, petroquímica y manufacturas de cuero.

Finalmente, México fue el país que experimentó mayor crecimiento en el periodo después de Chile y Brasil, con un total acumulado de 192 millones de dólares (entre enero y agosto de 1996).

Gráfico 4.3.: Exportaciones por zona económica.



Fuente: Informe Indec. mes de octubre de 1996

Las cifras anteriores indican la compatibilidad que existe en el comercio exterior con los países de Mercosur y hacia los países de la Unión Europea. Los últimos son tradicionales compradores de productos agropecuarios con poca elaboración industrial.



Los mercados de Brasil, Chile y Uruguay están experimentando una verdadera **creación de comercio para las manufacturas de origen industrial** (Petroquímica, Industria automotriz, Textiles) **y para manufacturas de origen agropecuario que no tienen cabida en el mercado europeo** (productos lácteos y de molinería).

Tomados en conjunto, los países de Mercosur y Chile, representan actualmente casi el 60% de los destinos de nuestras exportaciones industriales. Asimismo, la importancia y el incremento de las relaciones comerciales con el bloque del Nafta (particularmente con Estados Unidos), auguran buenas perspectivas a las negociaciones futuras para la concreción de una futura zona de libre comercio en "las Américas".

4.4. Oportunidades de Exportación en el Area Asia-Pacífico

Las naciones del Area Asia-Pacífico reúnen el 60% de la población mundial y participan con el 25% en el comercio mundial. Un mercado de tales magnitudes ofrece a Argentina posibilidades de exportación crecientes.

Los principales proveedores de alimentos de la región son:

Países	Monto exportado
EE.UU.	u\$s 19.488 M
China	u\$s 7.205 M
Australia	u\$s 5.806 M
Canadá	u\$s 3.699 M

Fuente: Newsletter - Síntesis Semanal Política y Empresaria.

Argentina solo exportó alimentos a la región por valor de u\$s 659 millones en 1994, siendo sus principales destinos Indonesia, China, Malasia, Corea del Sur, Japón y Singapur, mientras que Brasil y Chile exportaron u\$s 1.763 y 664 millones respectivamente.

Algunas de las razones de la pobre performance de Argentina en la región pueden extraerse del Informe Okita II. Entre ellas podemos mencionar la falta de voluntad, de imagen de marca, de confianza en la continuidad de las provisiones y la insuficiencia de esfuerzos para ajustar los productos a las necesidades locales.

4.5 Balanza de Pagos

Con el propósito de analizar la evolución de la Balanza de Pagos reproducimos en el cuadro 4.6. la evolución del Balance de Pagos según la versión "Argentina en Crecimiento" incorporando los resultados del Primer Semestre de 1996 en base al Informe Económico del Ministerio de Economía.

Considerando el primer semestre de 1996, éste muestra un aumento del déficit de la cuenta corriente y un fuerte cambio en la cuenta capital y financiera y en la variación de reservas internacionales. El incremento del déficit con respecto a igual periodo de 1995, se explica por el aumento de las importaciones de bienes y por los mayores débitos de servicios reales, intereses y utilidades y dividendos.



El mejoramiento de la cuenta capital se debe principalmente al comportamiento del sector privado no financiero que durante el primer semestre de 1995 tuvo que cancelar pasivos en el exterior como consecuencia de la crisis de confianza desatada por la devaluación mejicana.

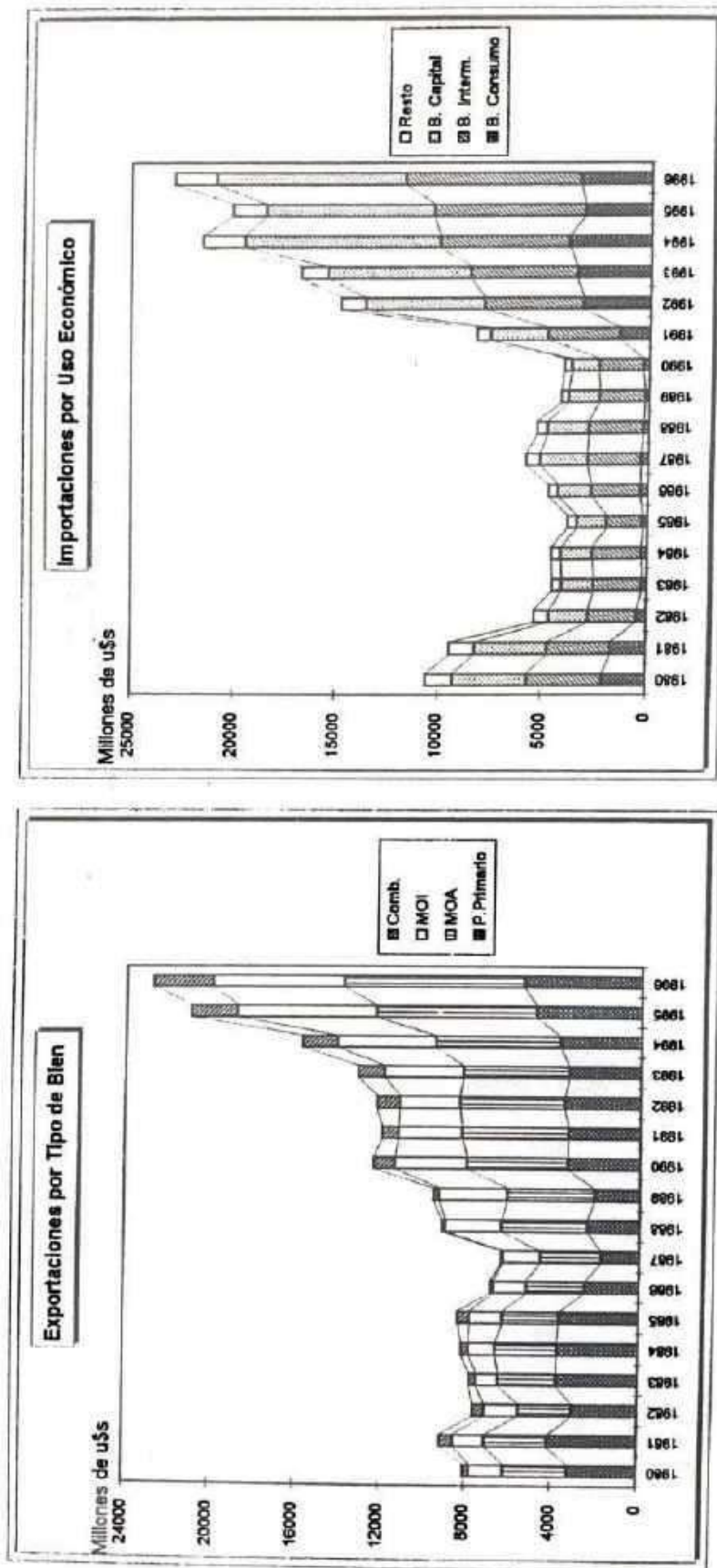
4.6. La evolución del Tipo de Cambio Real

En el Gráfico 4.7 se reproduce el Tipo de Cambio Real de nuestra moneda con respecto al dólar utilizando como deflatores los índices de precios mayoristas de Argentina y EE.UU. En el mismo se refleja la falta de correlación entre ambas variables.





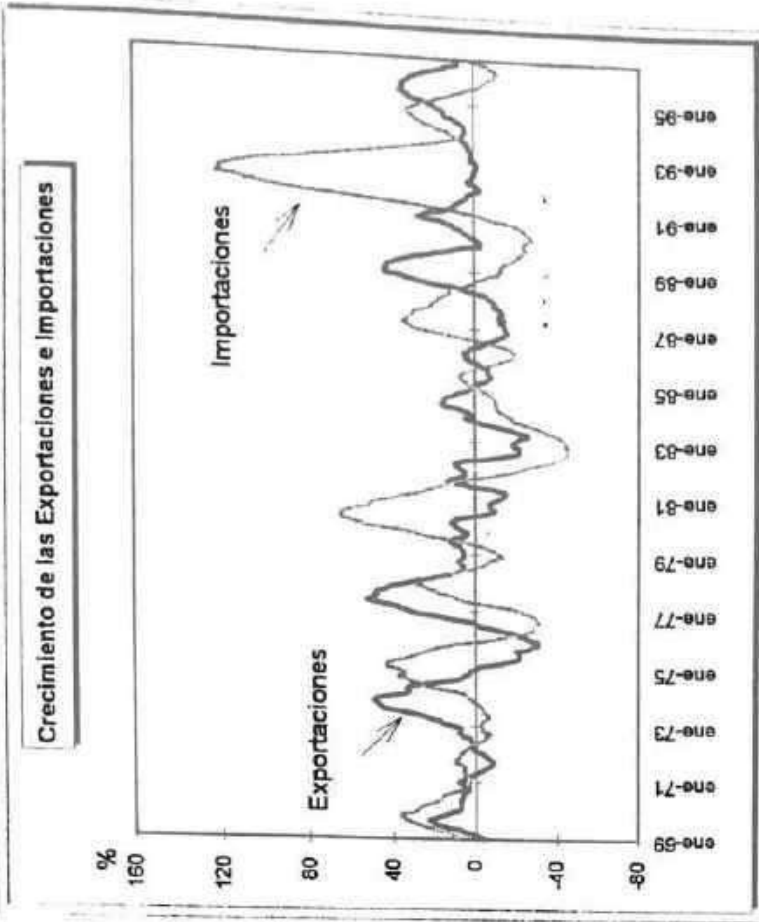
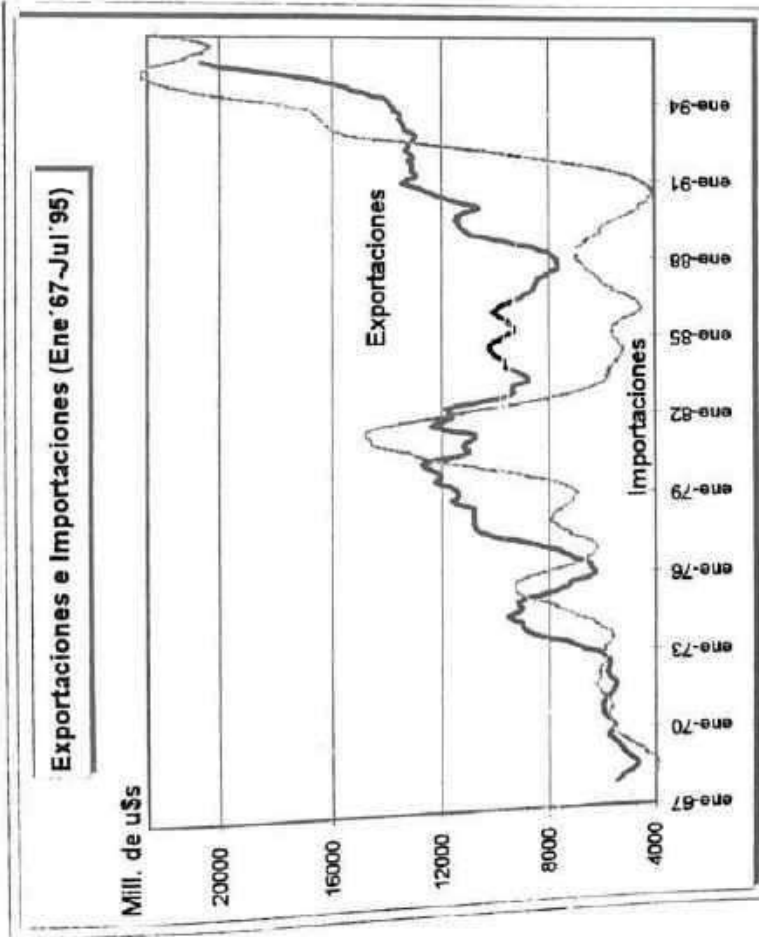
Gráfico 4.4



Fuente: En base a INDEC y estimaciones propias.

SECTOR EXTERNO

Gráfico 4.5



* Series construidas con datos acumulados de los últimos 12 meses

** Datos ajustados por Índice de Precios Mayorista de USA y expresados a precios de mayo de 1995.

Fuente: Bolsa de Comercio de Córdoba en base a INDEC

* Crecimiento porcentual de exportaciones e importaciones para los últimos 12 meses

** Series confeccionadas en base a Promedios Móviles de datos ajustados por Índice de Precios Mayoristas EE.UU.

Fuente: Bolsa de Comercio de Córdoba en base a INDEC





SECTOR EXTERNO

Balance de Pagos (1992-1996)
(En millones de u\$s)

Cuadro 4.6

	1992	1993	1994	1995	I Sem. 1996
1. CUENTA CORRIENTE	-5403	-7047	-9365	-2391	-1452
1.1. Cuenta Mercancías	-1450	-2426	-4239	2236	1290
1.1.1. Exportaciones	12235	13117	15839	20664	11253
1.1.2. Importaciones	13685	15543	20078	18728	9963
1.2. Cuenta Servicios	-4614	-5032	-5446	-5059	-2927
1.2.1. Servicios Reales	-2210	-2660	-2856	-2158	-1363
1.2.2. Servicios Financieros	-2404	-2372	-2590	-2901	-1564
Utilidades y Dividendos	-845	-1273	-1270	-1624	-950
Intereses Pagados	-3883	-3223	-4240	-5444	-614
Intereses Cobrados	1824	2124	2920	4167	
1.3. TRANSFERENCIAS	661	411	320	432	176
2. CUENTA CAPITAL	8507	11528	9926	2322	2854
2.1. Sector Privado	8984	14346	9620	363	2631
2.2. Sector Público	-177	-2818	306	1929	223
3. ERRORES U OMISIONES	0	0	0	0	0
4. VARIACION RESERVAS	3104	4481	561	-69	1392

Metodología: 1) En intereses cobrados se incluye los intereses devengados por activos de residentes en el exterior.

2) "Transferencias" incluye las jubilaciones y pensiones que residentes argentinos usufructúan en el exterior.

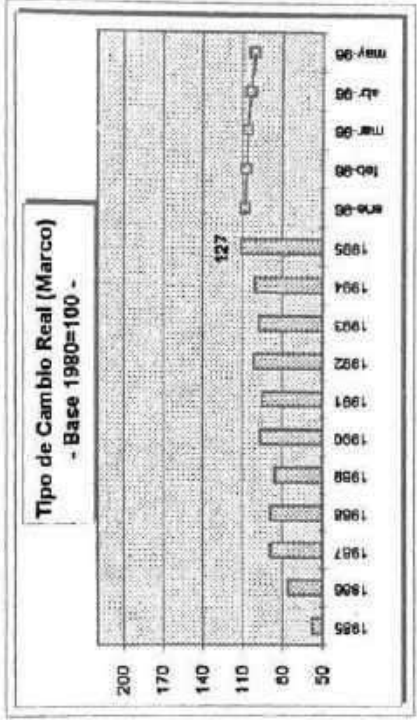
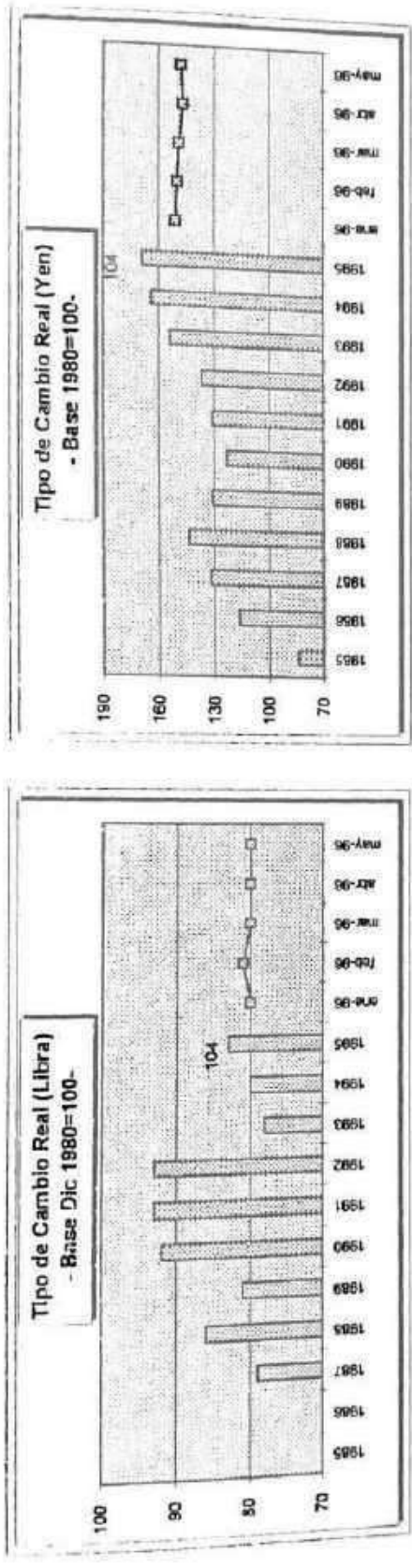
3) Se excluyen las emisiones y cancelaciones de BOTE y BOCON que disminuyen/aumentan ficticiamente la Cuenta Capital.

4) Se supone que el 30% de la inversión directa de balanza de pagos está en poder de residentes domésticos.

5) Se eliminan de los egresos los pagos devengados correspondientes a residentes domésticos.

Fuente: "Argentina en crecimiento 1995-1999" Proyecciones de Balanza de Pagos, Escenario II.

Gráfico 4.6



Fuente: IEERAL en base a datos publicados en Ambito Financiero y El Cronista Comercial.

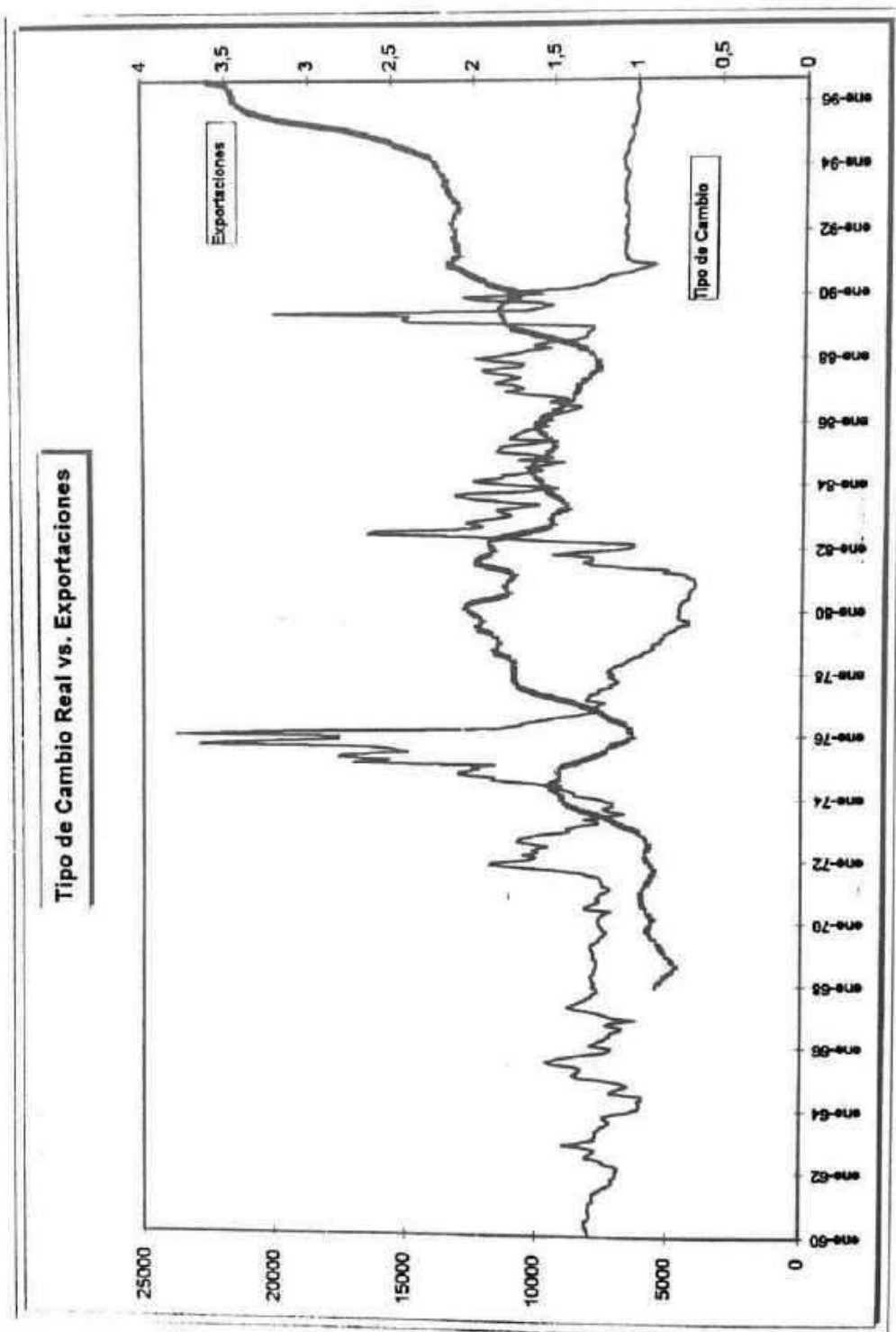
Diciembre de 1996

Bolsa de Comercio de Córdoba



TIPO DE CAMBIO REAL VS. EXPORTACIONES

Gráfico 4.7



Nota: El Tipo de Cambio Real fue calculado utilizando el Índice de Precios Mayoristas de Argentina y EE.UU.
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y IEERAL

I.5. SALARIOS, OCUPACION Y PRECIOS

5. Salarios, Ocupación y Precios

5.1. Nivel de Actividad y Ocupación

Desde hace varias décadas, el mercado de trabajo argentino se ha caracterizado por un reducido nivel de actividad respecto a la población urbana, con tasas que fluctuaron entre el 36% y el 40% durante la década de 1980, cuando en la mayoría de los países desarrollados superaban el 45%.

En el Gráfico 5.1. se observa que a partir de los primeros años de la década de 1990 la tasa de actividad comenzó a aumentar, alcanzando en mayo de 1995 un valor de 42.8%. Desde dicha fecha se inició una etapa de decrecimiento, presentando en abril de 1996 un nivel de 41%.

A esta situación ahora se le suma una alta tasa de desocupación. El Cuadro 5.1. efectúa una comparación para un conjunto de países seleccionados. Se observa que nuestro país posee una tasa significativamente superior a la registrada por los demás países, a excepción de España que históricamente ha sido una nación con una elevada proporción de población desocupada.

Cuadro 5.1.: Tasas de Desempleo

País	Tasa de desempleo
España	22.3 % (en Oct.)
Argentina	17.1 % (en Oct.)
Francia	12.6 % (en Set.)
Italia	12.2 % (en Jul.)
Alemania	10.6 % (en Oct.)
Canadá	10 % (en Oct.)
Australia	8.8 % (en Oct.)
Gran Bretaña	7.2 % (en Oct.)
EE.UU.	5.2 % (en Oct.)
Suiza	4.8 % (en Oct.)
Japón	3.3 % (en Set.)

Fuente: The Economist, 16 de Noviembre de 1996.

La tasa de desempleo comenzó a ascender a un mayor ritmo a partir de 1992, alcanzando en mayo de 1995 su valor máximo de 18.4%. En abril del presente año, el nivel alcanzado fue de 17.1%. Esta declinación en la tasa de desempleo entre mayo 1996 y el mismo periodo de 1995 se debe a la caída en la tasa de actividad y a una disminución en la tasa de empleo.

A pesar de esta disminución, no se puede concluir que la tendencia creciente de la tasa de desocupación se haya revertido. Por el contrario, extraoficialmente se conoce que la encuesta de desempleo tomada en octubre y cuyos resultados serán difundidos oficialmente en diciembre, revelan que la tasa de desocupación no ha disminuido pese a la reactivación de la economía consolidada durante el segundo semestre.



Ello pone de manifiesto un serio problema de desocupación estructural, que se agravó por la recesión observada a partir de la disminución en el ingreso de los capitales externos.

Teniendo en cuenta que cada punto porcentual de incremento en el nivel de actividad laboral, sin un correlativo aumento del empleo equivale aproximadamente a 2,4 puntos porcentuales de desempleo adicional y considerando que nuestra tasa de actividad todavía es baja en relación a los países desarrollados, el esfuerzo que debe realizarse en la creación de nuevos puestos de trabajo es enorme.

La forma más efectiva de hacerlo es favoreciendo un creciente volumen de inversiones, incluyendo aquellas destinadas a mejorar el nivel de capacitación y entrenamiento de los recursos humanos involucrados en la producción, mientras se continúa con las reformas del mercado laboral tendientes a alcanzar una mayor flexibilidad y descentralización, disminuir los impuestos al trabajo y eliminar la excesiva litigiosidad.

Asimismo, es indispensable contar con una actitud más solidaria por parte de todos aquellos que tienen responsabilidad en el tema, a fin de consolidar el tránsito hacia una nueva estructura económica más competitiva, que logre un equilibrio entre eficiencia y equidad.

El índice de demanda laboral reproducido en el Gráfico 5.2, viene cayendo en forma continua desde comienzos de 1992. En 1995 alcanzó el mismo nivel que durante el periodo hiperinflacionario, lo cual representa sólo la mitad del nivel promedio de la serie histórica. Durante 1996 la tendencia ha permanecido estable.

5.2. Evolución de los Niveles de Pobreza

El Gráfico 5.3. expone tres indicadores de la pobreza en el Gran Buenos Aires. En primer término, el porcentaje de hogares por debajo de la línea de indigencia, el cual refleja la proporción de hogares cuyos ingresos declarados en la Encuesta Permanente de Hogares (EPH) no alcanzan para adquirir una canasta de alimentos básicos que cubran adecuadamente las necesidades nutricionales a un costo mínimo.

Desde comienzos de 1992 la tendencia de este indicador fue ascendente, a excepción de los primeros meses de 1994 donde disminuyó levemente. En mayo de 1996 alcanzó un valor de 5.5% sensiblemente superior al registrado en octubre de 1995, que fué del 4.8%.

En segundo lugar, la proporción de hogares por debajo de la línea de pobreza indica aquellos hogares que no poseen ingresos suficientes para obtener la canasta de alimentos mencionada, más un conjunto de bienes y servicios no alimentarios. Dicho indicador comenzó a aumentar a partir de 1994, registrando en el mes de mayo de este año un valor de 19.6%, el cual representa un incremento de 3.3% respecto a idéntico periodo de 1995.

A pesar de ello, se puede observar que los últimos valores registrados continúan siendo inferiores a los presentados durante los picos inflacionarios de 1989 y 1990, donde la proporción de hogares bajo la línea de pobreza alcanzó al 38.3% y



33.7%, respectivamente; y aquella correspondiente a los hogares bajo la línea de indigencia registró un valor de 10.5% y 9.2%, respectivamente.

Es probable que la continuidad de la tendencia ascendente observada en las últimas mediciones de los hogares por debajo de la línea de la pobreza y de la indigencia se deba al incremento de los precios de los alimentos que componen la Canasta Básica Alimentaria, tales como el pan fresco, harina de trigo, fideos, aceite, papa, etc.. El otro factor que incide es el aumento en la tasa de desempleo.

Por último, el indicador de las necesidades básicas insatisfechas muestra el porcentaje de hogares que poseen al menos una de las siguientes características: más de tres personas por cuarto (hacinamiento crítico), habitan en viviendas inadecuadas (tipo de vivienda), carecen de baño con arrastre de agua (condiciones sanitarias), que algún niño entre 6 y 12 años no asista al colegio (asistencia escolar) o que en el hogar haya 4 o más personas por miembro ocupado y cuyo jefe tenga bajo nivel de educación (capacidad de subsistencia). Este enfoque apunta a la dimensión estructural de la pobreza y permite analizar la problemática a largo plazo.

Si bien la tendencia histórica fue decreciente, en mayo del corriente año aumentó respecto al nivel registrado en octubre de 1995, alcanzando un valor de 12%.

5.3. Evolución de los Precios

El cuadro 5.1 muestra las tasas de inflación por trimestre de distintos países desde el primer trimestre de 1995 hasta el segundo trimestre de 1996.

Puede observarse que en el caso del Índice de Precios al Consumidor (IPC), Argentina presenta niveles inflacionarios inferiores a los alcanzados por otros países de América Latina, y también respecto a varias de las economías desarrolladas. Incluso en el primer semestre de 1996 la inflación fue negativa, hecho que ningún otro de los países seleccionados pudo obtener.

La deflación minorista del 2º trimestre se vio influenciada por la caída en el rubro Esparcimientos y en Alimentos y Bebidas (principalmente por carnes y frutas).

Cuadro 5.1: Tasas de Inflación Trimestral Internacionales-Precios al Consumidor

Período	Argentina	Brasil	Chile	México	EE.UU.	Alemania	Japón	Francia
I Tri. 95	0.8	3.2	1.7	14.5	0.5	0.9	-0.4	0.9
II Tri. 95	0.3	5.3	1.9	16.1	0.0	0.7	0.5	0.3
III Tri. 95	0.3	0.0	0.0	6.1	0.8	0.0	0.0	0.0
IV Tri. 95	0.2	2.4	1.2	7.9	1.1	0.0	-0.5	0.7
I Tri. 96	-0.6	3.1	1.4	8.3	1.0	1.0	0.2	1.2
II Tri. 96	-0.1	2.9	2.3	6.4	0.6	0.5	0.3	0.2

Fuente: CEAL, FMI y The Economist

Nota: Acumulación de las tasas de variación de los meses del trimestre.



En cuanto al Índice de Precios Mayoristas (IPIM), Argentina es el país que menor nivel ha registrado dentro de los países integrantes del Mercosur en el primer semestre de 1996.

A su vez, muestra valores levemente superiores a los presentados por los países desarrollados. Alemania y Francia son las naciones que menor inflación a nivel mayorista presentaron.

El incremento del 1% en el IPIM se originó en el alza de 1.2% en el componente nacional y una caída en el componente importado de 1.6%.

Cuadro 5.2: Tasas de Inflación Trimestral Internacionales - Precios Mayoristas(1)

Periodo	Argentina	Brasil	Chile	México	EE.UU.	Alemania	Japón	Francia
I Tr. 95	1.3	2.6	2.7	19.3	1.5	0.7	-0.7	-3.2
II Tr. 95	3.1	1.6	-1.1	16.6	1.3	0.4	-1.1	-1.0
III Tr. 95	1.3	0.0	0.0	5.6	0.0	0.0	0.0	0.0
IV Tr. 95	0.2	0.8	2.6	9.1	0.4	0.3	0.0	0.3
I Tr. 96	0.9	1.7	0.8	8.7	0.5	-1.9	1.7	1.2
II Tr. 96	1.0	2.6	1.4	5.4	1.2	0.1	-0.1	-0.5

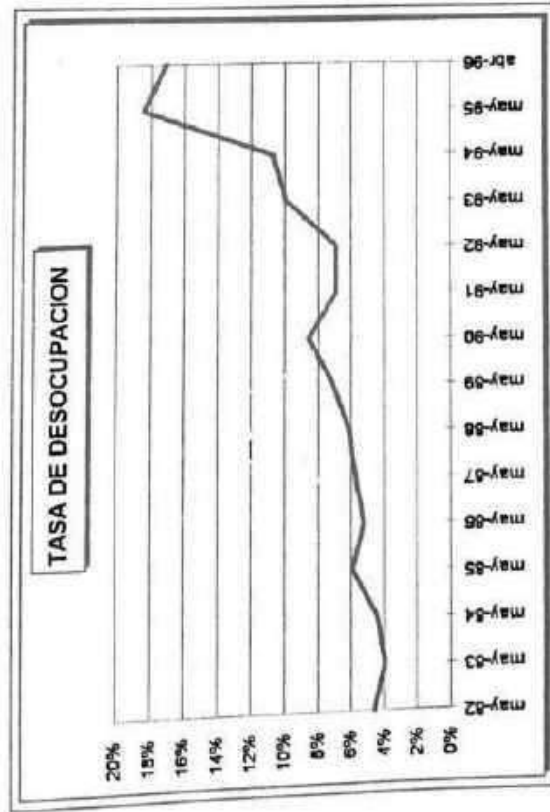
Fuente: CEAL, FMI y The Economist

(1) Acumulación de las tasas de variación de los meses del trimestre.

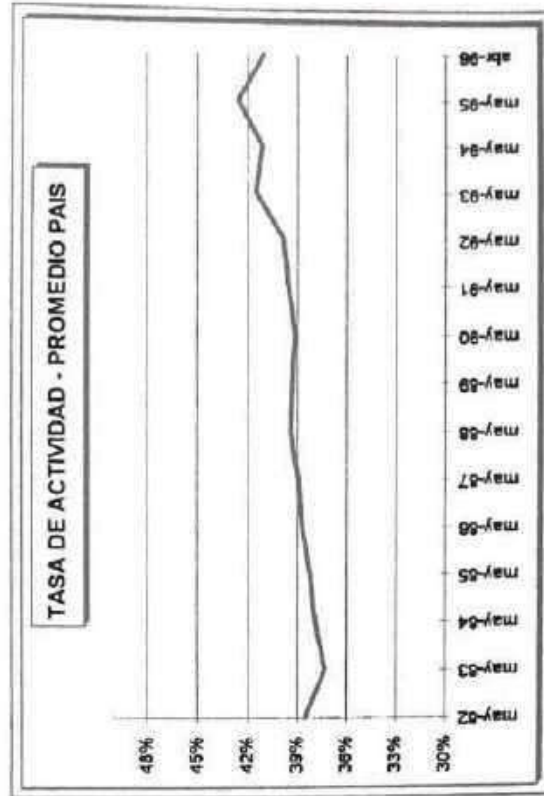


SALARIOS Y OCUPACION

Gráfico 5.1



Fuente: INDEC



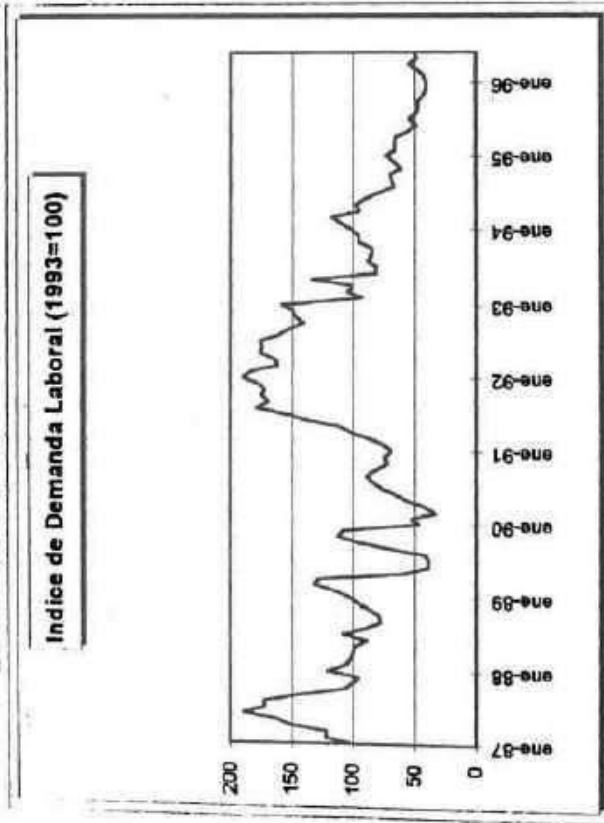
Fuente: INDEC



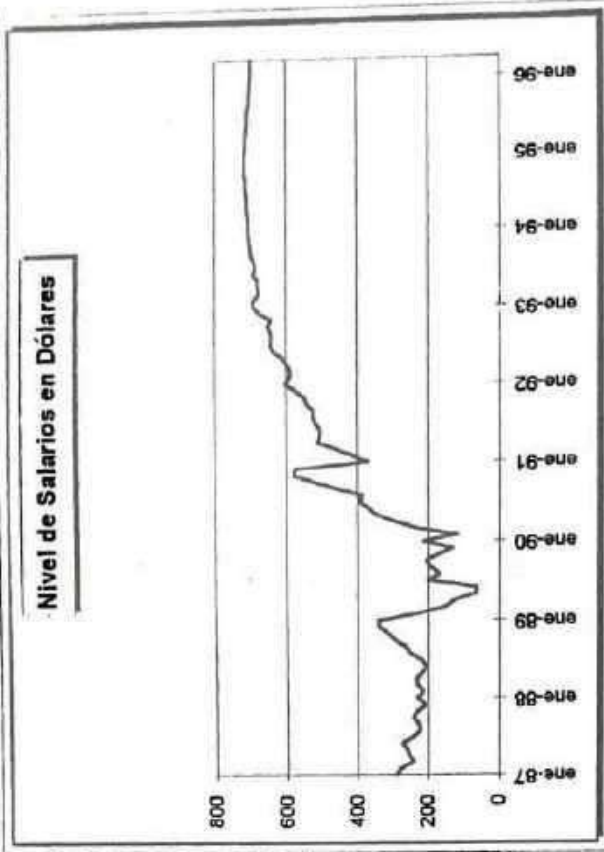


SALARIOS Y OCUPACION

Gráfico 5.2



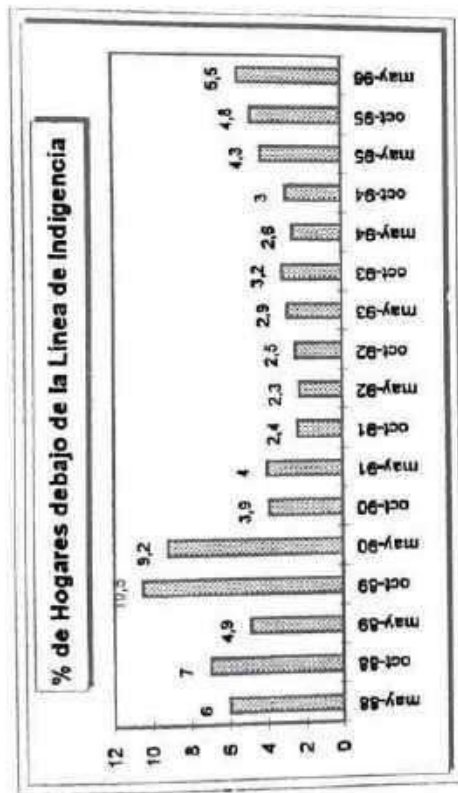
* Los datos corresponden a Ciudad de Buenos Aires.
 ** Series Desestacionalizadas.
 Fuente: IERAL de Fundación Mediterránea en base a INDEC



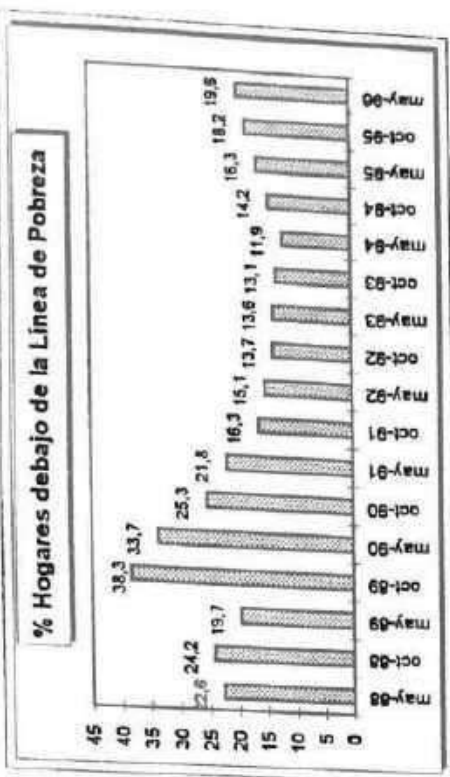
* Salario promedio de Industria, Construcción, Comercio, Bancos, Transporte y S. Público
 ** Calculados al tipo de cambio libre
 Fuente: Carta Económica

SALARIOS Y OCUPACION

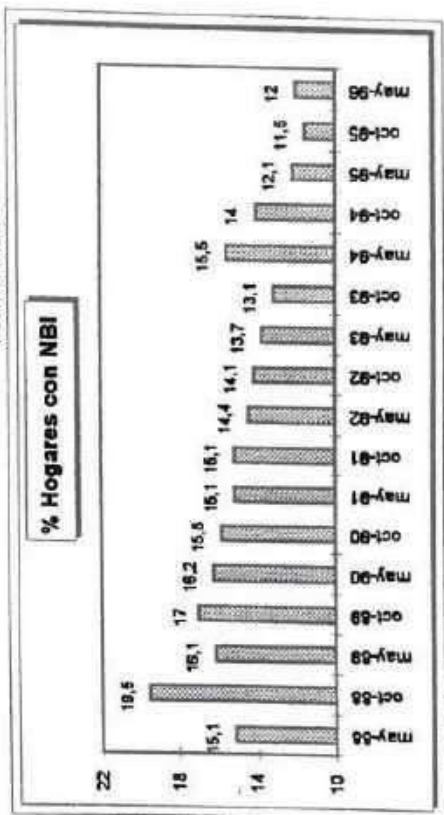
Gráfico 5.3



Fuente: INDEC



Fuente: INDEC



Fuente: INDEC



I.6. MONEDA Y CREDITO

6. Moneda y Crédito

6.1. Características del Sistema Bancario Argentino comparado con otros de la Región.

Como primer paso realizaremos una comparación de los grados de eficiencia y productividad del sector en el Mercosur.

En el Cuadro 6.1. podemos ver el tamaño del sistema bancario de Argentina, Brasil, Chile, Paraguay y Uruguay. Brasil posee el sistema más grande. Los depósitos de este país son de aproximadamente u\$s 200.000 millones, superando en un 300% al volumen argentino.

En el caso de Paraguay y Uruguay, analizados en forma conjunta, representan alrededor del 11,6% del total de Entidades Bancarias, mientras que si consideramos las demás variables incluidas en el Cuadro 6.1. estas representan entre un 2% y un 4%.

Cuadro 6.1 : Sistema Bancario del Mercosur

	Argentina	Brasil	Chile	Paraguay	Uruguay
Número de Entidades Bancarias	124	263	31	31	24
Número de Sucursales Bancarias	3.929	15.976	1.303	112	334
Volumen de Depósitos Totales*	49.920	194.276	33.576	2.492	7.797
Volumen de Préstamos Totales*	56.089	159.695	38.355	1.794	8.976
Volumen de Activos*	100.079	464.730	76.148	3.103	13.354

Fuente: IDEA-XXXII Coloquio Anual - octubre 1996.

Nota: * Expresado en millones de u\$s.

En cuanto a los niveles de eficiencia y productividad, Chile es el país mejor posicionado si se lo compara con Argentina y Brasil.

Como podemos apreciar en el Cuadro 6.2, los Gastos Operativos como porcentaje de los Activos representan en el país transandino un 2,6%, mientras que en Argentina un 5,7% y por último en Brasil un 9,2%. Esta situación se repite para el cociente entre Gastos Operativos y Depósitos.

En cuanto a los indicadores de productividad, los préstamos y depósitos por empleados, también son sustancialmente mayores en Chile.

Cuadro 6.2.: Principales Indicadores

	Argentina	Brasil	Chile
Crédito Doméstico/PBI(%)	20,0	32,9	47,2
Bancarización(%)	1,6	6,5	2,5
Grado de Monetización, M3/PBI (%)	19,6		36,9
Préstamos por empleado(en miles)	559,0	306,0	969,0
Depósitos/ Empleados(en miles)	497,5	372,3	848,3
Depósitos por sucursal(en millones)	12,7	12,2	25,8
Gastos Operativos/ Activos(%)	5,7	9,2	2,6
Gastos Operativos/Depósitos(%)	16,4	18,0	4,5
Sucursales por entidad	31,4	60,7	42,0

Fuente: IDEA-XXXII Coloquio Anual - octubre 1996.



Entre las causas que determinan esta situación, podemos mencionar en primer lugar el menor riesgo país que enfrenta Chile y que le posibilita obtener mayores plazos de financiamiento y menor tasa de interés en el exterior.

Además, el mayor grado de monetización de la economía, junto al reducido número de casas bancarias permiten al sector aprovechar las economías de escala. En el caso de Chile, si medimos variables como la razón entre M3 y el PBI, la misma es de 36,9%, en tanto que en Argentina es de 19,6%.

6.2. Análisis del Sector Bancario en Argentina

Para analizar al sector Bancario durante el período 1991-1996 se considerarán dos subperíodos. El primero abarca desde el inicio del plan de convertibilidad hasta 1994. El mismo se caracterizó por un fuerte incremento en la monetización de la economía junto al crecimiento de la actividad, económica que posibilitaron un favorable desarrollo del Sector.

Durante este periodo, debido al alto grado de liquidez mundial, un número creciente de entidades se financiaron en el exterior a tasas menores que la doméstica y plazos cada vez más largos.

Por ejemplo, la emisión de Obligaciones Negociables por parte del sector se incrementó desde u\$s 85 millones en 1991 hasta u\$s 1.397 millones en 1993. En el Cuadro 6.3 podemos ver como fue disminuyendo la tasa de colocación.

**Cuadro 6.3. :Obligaciones Negociables Colocadas por el Sector Bancario
Montos distribuidos según tasa de interés (en Millones de u\$s)**

	Menores o iguales al 9%	%	Entre el 9% y el 11%	%	Mayores al 11%	%	Total colocado
1991	10	11,8	75	88,2		0,0	85
1992	135	32,6	275	66,4	4	1,0	414
1993	1.180	84,5	215	15,4	2	0,1	1.397
1994	780	70,1	251	22,6	82	7,4	1.113
1995	200	44,2	87	19,2	166	36,6	453

Fuente: Fundación Capital.

Teniendo en cuenta que en promedio el 85% de los depósitos se constituyen a un plazo de 30 días y que el 50% de los préstamos se financian con estos, es evidente que las entidades que se financian con Obligaciones Negociables tienen una ventaja respecto las restantes.

Cabe destacar que un número reducido de entidades tienen acceso a este tipo de instrumentos. Prueba de ello, es que en 1993, dieciséis bancos fueron los que emitieron el total de Obligaciones Negociables.

El acceso a los Mercados Internacionales, junto a la emisión de instrumentos tales como Obligaciones Negociables, permitieron una ampliación y diversificación de la fuente de fondeo; de esta forma se pudo comenzar a realizar operaciones de préstamos a mayores plazos con un menor riesgo de descalce.



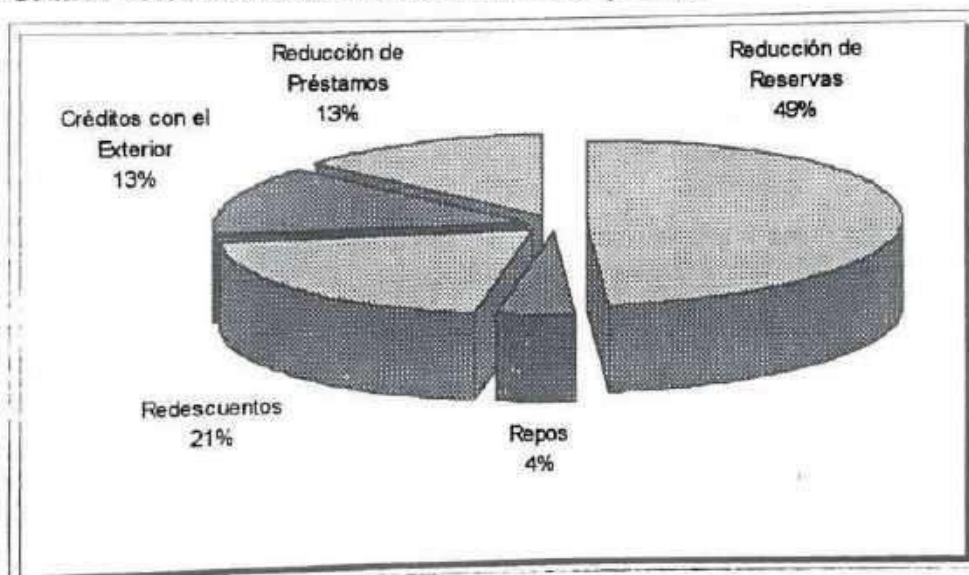
El segundo periodo comienza en 1994, debido a la aplicación de políticas monetarias restrictivas por parte de los Estados Unidos (ver punto 1.7.2.), se redujo el acceso al mercado de capitales del exterior. Por ejemplo, el monto de Obligaciones Negociables colocado fue un 23% menor respecto al año anterior, además el plazo promedio de colocación descendió de 5,5 años en 1993 hasta 3,1 años en 1994. También se puede observar un incremento en la tasa de colocación.

A esto se le sumo la crisis mexicana que provocó una pérdida de depósitos en moneda nacional y extranjera por \$ 8.086 millones, entre el 19 de diciembre de 1994 y el 12 de mayo de 1995, equivalentes al 17,6% del total inicial.

Además, el flujo neto de endeudamiento en Obligaciones Negociables fue negativo por primera vez desde 1991. La emisión de estos papeles de deuda apenas alcanzó los u\$s 567 millones durante 1995 y el 98% se colocó a plazos menores de un año, en tanto que el volumen de amortizaciones e intereses fue de u\$s 920 millones.

Debido al alto grado de liquidez mantenido por las entidades financieras privadas y a la adecuada política seguida por el Banco Central¹, el efecto de la crisis se pudo atenuar.

Gráfico 6.1: Financiación de la caída de depósitos



Fuente: Discurso del Presidente del Banco Central, Londres, noviembre de 1996.

En el Gráfico 6.1 se puede apreciar como se financió la salida de depósitos. El 49% fue con reducción de reservas, el 21% con redescuentos, 13% reducciones de préstamos, 13% endeudamiento en el exterior y un 4% con Repos. Por lo tanto, a pesar de las limitaciones impuestas por la Ley de Convertibilidad, el Banco Central demostró tener un considerable margen para actuar como prestamista de última instancia en caso de corridas bancarias.

No obstante, el número de entidades financieras se redujo de 205 registradas a fines de 1994 a 148 en octubre del corriente año. Como consecuencia de ello se aceleró el proceso de concentración del negocio. En el Cuadro 6.4 podemos ver

¹ Ver Balance de la Economía Argentina en 1995.



como fue evolucionando la participación en el total de depósitos de las entidades de mayor tamaño.

Cuadro 6.4. : Concentración de los Depósitos

Nro. de entidades más grandes	Participación en el Total de Depósitos				Variación
	dic-93	dic-94	dic-95	ago-96	ago-96/dic-93
10	51%	50%	59%	58%	13,7%
20	66%	65%	75%	74%	12,1%
30	73%	72%	84%	82%	12,3%
40	79%	78%	89%	87%	10,1%
50	83%	82%	92%	91%	9,6%
60	86%	86%	95%	94%	9,3%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Contables de las Entidades Financieras, BCRA.

La participación de las primeras 10 entidades se incrementó un 13,7% entre diciembre de 1993 y agosto de 1996. En tanto las primeras 60 incrementaron su participación del 86% al 94% en el período considerado.

Por otro lado, el Banco Central ha tomado una serie de medidas con el propósito de fortalecer el sistema bancario. Entre ellas podemos nombrar en primer lugar la posibilidad del Banco Central de vender a la banca Internacional títulos, con un compromiso de recompra, por un valor de u\$s 5.000 millones, es decir, aproximadamente el 10% de los depósitos.

En segundo término, los bancos deberán emitir bonos y otros títulos, o lograr colocaciones de bancos de primera línea internacional, por el 2 % de sus depósitos en pesos y moneda extranjera.

La colocación de esos bonos permitirá a los depositantes conocer la percepción del mercado sobre el estado patrimonial de cada entidad financiera. La primera emisión deberá hacerse antes del 31 de diciembre de 1997.

En tercer lugar, el incremento de los requisitos de liquidez, a partir de marzo de 1997, en los depósitos de plazos menores a 89 días y la reducción en los de mayor plazo.

6.3. Análisis de un conjunto seleccionado de Entidades Financieras

Para estudiar el desempeño de un grupo de cuarenta bancos, entre diciembre de 1995 y agosto de 1996, se tuvieron en cuenta los siguientes cinco atributos supervisables: solvencia, liquidez, rentabilidad, eficiencia y productividad. Se calcularon dos indicadores por atributo.



En el período considerado se observó un aumento del nivel de endeudamiento (Pasivo/Patrimonio Neto) de todas las entidades, retomando de esta manera la tendencia iniciada en julio de 1995. El promedio general se incrementó en un 12%. Para los bancos privados nacionales este cociente varió de 7,11 a 8,12, representando un aumento de dos puntos porcentuales por encima de la media.

La liquidez también se incrementó durante los ocho primeros meses del año. Si bien las posiciones de liquidez se suponen más seguras mientras más altas son, por otro lado, considerando el costo de oportunidad que representan, valores altos de liquidez pueden estar reflejando una mala administración financiera.

El retorno mensual sobre Activos disminuyó de 0,19% en diciembre de 1995 hasta 0,6% en agosto del corriente año para el promedio de bancos, en tanto que el rendimiento sobre Patrimonio Neto varió desde 1,24% a 0,45%. Los bancos provinciales son los que muestran en promedio rentabilidad negativa.

El nivel de eficiencia decreció en el período considerado. Tal como se puede observar en los Cuadros 6.5 y 6.6, los Gastos de Administración por empleado se incrementó de 3,49 hasta 5,45.

El volumen de depósitos y de préstamos por empleado se incrementaron en un 18% y 5% respectivamente.

6.4. Perspectivas

El mercado presenta una tendencia hacia un mayor nivel de concentración, debido a la necesidad de lograr economías a escala que hagan rentable un adecuado nivel de inversión, especialmente en tecnología.

Asimismo requiere una mayor penetración en el mercado de capitales para lograr extender los plazos de financiamiento.

Por último, un uso más intensivo de nuevos instrumentos, por ejemplo la titulización de créditos que permita incrementar la rotación de activos de baja liquidez, y de esta forma aumentar la rentabilidad del negocio.





MONEDA Y CREDITO

Diciembre de 1995

Cuadro 6.5
Indicadores del Sistema Financiero

	Solvencia		Liquidez		Rentabilidad		Eficiencia		Productividad	
	Cargo por Incobr.	Presl. Pasivo/PN	(Dispo.+Tit. Pub.) Usos/banq.	Depositos /PN	Result./Activo	Result./PN	(Ingr. F.+Egr.F.) /G. Adm.	G. Adm./Personal	Prst./Personal	Dep./Personal
Cooperativo	0,52%	5,54	35,93%	45,30%	0,08%	0,50%	75,19%	4,84	2,19	256
Cooperativo	0,00%	5,94	8,13%	40,59%	0,03%	0,22%	89,41%	3,67	3,01	206
Cooperativo	-2,75%	4,07	14,81%	37,59%	2,08%	10,60%	-103,83%	5,89	4,63	421
Cooperativo	5,62%	8,39	30,01%	77,16%	0,10%	0,94%	440,56%	4,50	2,84	297
Cooperativo	0,83%	7,96	15,05%	80,76%	-0,12%	-1,06%	173,35%	4,79	3,07	268
Promedio	-1,87%	8,38	26,87%	63,04%	0,24%	1,78%	119,60%	4,67	2,78	269
Loc. Suc. Ext.	0,15%	8,24	19,13%	21,25%	0,13%	5,15%	206,50%	7,40	9,73	811
Loc. Suc. Ext.	0,03%	10,52	56,95%	45,47%	0,08%	0,73%	75,87%	5,81	5,67	685
Loc. Suc. Ext.	0,30%	8,04	26,83%	75,31%	0,36%	5,36%	211,99%	4,10	3,82	582
Loc. Suc. Ext.	0,45%	13,80	171,99%	2,30%	-0,28%	-2,59%	62,16%	7,41	4,79	1331
Loc. Suc. Ext.	0,52%	8,35	31,77%	51,47%	0,08%	0,53%	69,02%	7,64	5,78	489
Loc. Suc. Ext.	0,20%	5,43	22,29%	43,25%	1,97%	15,51%	71,89%	5,68	7,20	494
Loc. Suc. Ext.	0,11%	6,86	19,08%	55,85%	1,97%	15,51%	94,86%	7,62	12,97	831
Loc. Suc. Ext.	0,73%	9,22	32,02%	37,79%	-0,05%	-0,40%	92,53%	10,67	2,62	1243
Loc. Suc. Ext.	0,21%	6,71	69,34%	9,16%	-0,07%	-0,67%	70,41%	6,33	8,27	610
Loc. Suc. Ext.	0,23%	9,24	21,55%	51,17%	0,09%	1,04%	75,40%	9,09	2,41	200
Loc. Suc. Ext.	0,26%	10,75	15,80%	134,76%	0,04%	0,30%	83,10%	8,26	9,80	1005
Loc. Suc. Ext.	-0,08%	6,36	16,13%	48,00%	0,36%	1,73%	232,79%	10,30	15,15	693
Loc. Suc. Ext.	-0,21%	3,52	181,44%	9,91%	0,34%	3,28%	116,42%	7,01	7,41	668
Promedio	-0,21%	8,81	33,84%	41,21%	0,13%	1,30%	119,40%	6,23	10,67	521
Priv. Local Nac.	0,23%	9,54	21,56%	25,59%	0,29%	2,35%	117,91%	5,89	8,55	644
Priv. Local Nac.	0,18%	7,01	21,94%	32,84%	0,14%	1,96%	19,16%	45,05	10,38	883
Priv. Local Nac.	0,14%	4,25	32,70%	17,77%	0,37%	1,42%	113,06%	6,16	8,05	723
Priv. Local Nac.	0,18%	8,88	31,33%	32,29%	0,24%	2,25%	97,99%	5,83	5,54	539
Priv. Local Nac.	0,34%	8,41	36,42%	52,30%	0,27%	1,58%	105,61%	20,44	7,65	457
Priv. Local Nac.	1,08%	4,81	18,38%	23,80%	0,26%	2,21%	236,05%	6,64	10,78	1066
Priv. Local Nac.	0,30%	7,41	45,97%	24,26%	0,34%	3,73%	103,19%	5,65	4,48	448
Priv. Local Nac.	0,27%	9,85	30,44%	45,20%	0,41%	3,28%	45,49%	3,38	2,84	343
Priv. Local Nac.	0,11%	6,95	35,19%	66,51%	0,17%	1,28%	80,02%	4,25	3,63	306
Priv. Local Nac.	0,23%	6,70	25,02%	36,85%	0,24%	1,39%	71,24%	4,86	1,64	324
Priv. Local Nac.	0,60%	4,71	59,19%	48,31%	-0,08%	-0,46%	84,75%	3,64	2,40	228
Priv. Local Nac.	0,49%	4,27	22,90%	50,30%	-2,92%	-23,80%	25,04%	14,83	9,53	552
Priv. Local Nac.	2,61%	7,14	22,02%	59,17%	0,10%	0,74%	128,70%	6,16	10,58	920
Priv. Local Nac.	0,08%	8,19	49,52%	6,85%	0,00%	0,02%	38,85%	4,38	3,07	205
Priv. Local Nac.	0,00%	5,92	24,30%	49,08%	-0,13%	-0,89%	131,32%	53,73	8,31	449
Priv. Local Nac.	0,00%	6,69	26,03%	27,08%	0,13%	1,08%	70,29%	8,11	84,6	660
Priv. Local Nac.	-0,36%	7,11	21,40%	33,88%	-0,02%	-0,12%	115,85%	3,18	4,97	393
Promedio	0,32%	5,67	36,18%	43,11%	0,20%	1,98%	491,82%	7,72	21,48	70
Pub. Nac.	0,00%	0,61	264,63%	1,98%	0,20%	1,08%	183,46%	3,55	6,54	367
Promedio	-0,23%	2,74	43,15%	19,33%	0,15%	1,87%	133,43%	4,21	5,81	639
Pub. Pcia. Mun.	0,24%	11,98	29,61%	42,74%	0,25%	1,84	72,35%	1,84	4,12	386
Pub. Pcia. Mun.	0,17%	5,94	15,50%	25,30%	0,11%	1,05%	69,28%	4,54	4,20	483
Pub. Pcia. Mun.	0,27%	8,67	26,82%	39,57%	-0,43%	-1,05%	42,75%	3,98	2,65	193
Pub. Pcia. Mun.	0,01%	6,42	16,15%	55,15%	-0,03%	-0,23%	61,11%	2,48	3,80	349
Promedio	-0,18%	8,29	16,88%	29,72%	6,19%	1,42%	100,00%	5,45	5,66	403
Promedio General	-0,32%	8,50	30,24%	28,37%						

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Central de la República Argentina.

Nota: * Se consideró la variación mensual de saldos.

Diciembre de 1995

MONEDA Y CREDITO

Agosto de 1996

Cuadro 8.6
Indicadores del Sistema Financiero

	Solvencia		Liquidez (Bienes)		Rentabilidad		Eficiencia		Productividad	
	Carga por Incolbr.*/(Prest. Pasivo/PN)		(Dispo.*/Tit. Pub.) User*(ntan)		Result.*/Activo Result.*/PN		(Ingr. F.*Egr.F.)/G. Adm.*/Personal		Prest./Personal Dep./Personal	
	Depósitos	/PN	(Dispo.*/Tit. Pub.)	User*(ntan)	Result.*/Activo	Result.*/PN	(Ingr. F.*Egr.F.)/G. Adm.*/Personal	Prest./Personal	Dep./Personal	Productividad
CREDICOOP COOP.LTDO.	6,30	35,00%	52,42%	0,14%	1,02%	76,48%	4,95	263	316	
UNION COM.E.IND. S.A.	6,21	13,09%	46,75%	0,01%	0,06%	58,23%	4,12	355	293	
ALMAFUERTE COOP.LTDO.	4,57	20,63%	37,29%	0,14%	0,77%	92,18%	4,86	491	519	
MAYO COOP.LTDO.	8,46	22,02%	72,80%	0,01%	0,07%	17,70%	3,84	262	337	
PATRICIOS S.A.	6,84	16,77%	48,31%	0,00%	-0,01%	62,82%	3,84	320	344	
Promedio	8,88	24,34%	63,85%	0,08%	0,48%	105,20%	8,24	726	852	
CITIBANK N.A.	10,09	26,41%	23,48%	0,04%	0,47%	173,18%	7,17	1,184	1,048	
THE FIRST NAT.BANK BOSTON	12,12	44,87%	43,10%	0,23%	3,02%	79,21%	8,13	602	602	
NAZIONALE DEL LAVORO S.A.	6,78	24,42%	70,85%	0,09%	0,84%	90,19%	19,41	2,822	1,417	
MORGAN GUARANTY TRUST CO OF NY	7,51	134,37%	1,94%	-0,01%	-0,08%	67,55%	8,64	498	585	
LLOYDS BANK LTD	10,20	50,07%	50,07%	-0,01%	-0,14%	74,93%	6,54	592	577	
SUPERVIELLE SOC. GENERALE SA	5,79	28,84%	45,03%	0,06%	0,56%	71,99%	6,63	868	784	
DEUTSCHE BANK ARGENTINA	6,78	31,94%	49,33%	0,10%	0,95%	74,09%	7,03	1,305	1,019	
ABN AMRO BANK N.V.	8,73	34,12%	34,12%	-0,27%	-2,61%	70,88%	11,20	3,063	2,371	
EUROPEO PARA AMER.LATINA	8,65	45,45%	51,97%	0,02%	0,26%	56,42%	5,46	795	701	
SUDAMERIS ARGENTINA S.A.	10,18	23,19%	132,64%	0,11%	1,52%	70,17%	4,04	276	368	
DE ENTRE RIOS SA	13,31	36,89%	22,40%	0,00%	0,01%	68,05%	7,92	1,758	1,863	
BANQUE NATIONALE DE PARIS	4,81	18,24%	8,29%	0,00%	0,35%	142,11%	22,00	2,456	570	
CHEMICAL BANK	0,47	250,02%	8,29%	0,35%	0,74%	100,13%	6,78	786	778	
Promedio	9,18	36,83%	39,08%	0,07%	0,74%	109,14%	5,95	927	832	
ROBERTS S.A.	10,90	26,61%	30,31%	0,06%	0,08%	83,71%	6,05	850	707	
RIO DE LA PLATA S.A.	6,81	34,17%	34,82%	0,17%	1,33%	94,15%	8,18	1,113	1,032	
FRANCES DEL RIO DE LA PLATA SA	4,77	31,22%	18,96%	0,09%	0,54%	88,70%	5,70	799	805	
DE GALICIA Y BUENOS AIRES	9,80	40,80%	30,50%	0,10%	1,05%	78,90%	6,34	930	840	
DE CREDITO ARGENTINO S.A.	9,57	30,96%	54,26%	0,05%	0,56%	97,02%	6,70	563	563	
BANSUD S.A.	6,29	29,85%	28,39%	0,10%	0,74%	95,83%	5,49	1,240	1,240	
GENERAL DE NEGOCIOS S.A.	14,93	44,35%	23,89%	0,00%	0,00%	55,48%	5,84	533	593	
QUILMES S.A.	13,27	27,05%	74,73%	-0,03%	-0,47%	34,33%	4,26	322	378	
MERCANTIL ARGENTINO SA	7,86	36,07%	74,07%	0,06%	0,56%	88,73%	3,98	379	390	
DEL SUQUIA S.A.	7,12	23,84%	38,37%	0,07%	0,37%	69,02%	5,20	251	362	
DEL BUEN AYRE S.A.	4,15	42,77%	44,66%	0,34%	1,76%	85,78%	3,95	296	294	
BISEL SA	6,00	27,03%	64,14%	0,10%	0,74%	68,59%	6,06	730	871	
TORNQUIST S.A.	9,08	30,12%	59,43%	-0,07%	-0,75%	158,22%	7,75	1,865	758	
REPUBLICA S.A.	6,38	42,15%	6,17%	-0,75%	-5,56%	81,34%	36,11	234	287	
CREDITO PROVINCIAL S.A.	8,97	35,91%	94,31%	-0,60%	-6,01%	58,01%	6,40	797	687	
VELOX S.A.	7,90	30,83%	32,25%	-0,31%	-2,72%	88,30%	4,87	682	641	
Promedio	8,12	33,29%	31,68%	0,04%	0,38%	86,69%	3,07	457	479	
DE LA NACION ARGENTINA	6,46	48,70%	43,05%	0,09%	0,73%	401,22%	6,31	2,265	74	
HIPOTECARIO NACIONAL	0,64	234,35%	2,08%	0,45%	0,71%	137,83%	3,36	813	444	
Promedio	3,07	81,38%	19,19%	0,18%	0,72%	104,36%	4,62	592	709	
DE LA CIUDAD DE BS. AS.	13,61	20,52%	45,97%	-0,02%	-0,20%	52,60%	3,70	445	445	
DE LA PCIA. DE BS. AS.	5,76	30,67%	23,09%	0,10%	0,85%	63,31%	53,25	459	553	
DE LA PAMPA	9,92	31,23%	37,47%	-0,46%	-5,00%	-0,56%	3,16	190	243	
DE LA PCIA. DE CORDOBA	62,11	24,73%	62,08%	-0,80%	-50,77%	-151,71%	0,14	378	408	
Promedio	7,03	22,20%	39,01%	-0,07%	-0,89%	94,36%	2,48	592	548	
Promedio General	6,18	34,61%	31,03%	0,06%	0,46%					

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Banco Central de la República Argentina.
Nota: * Se consideró la variación mensual de saldos

Diciembre de 1996

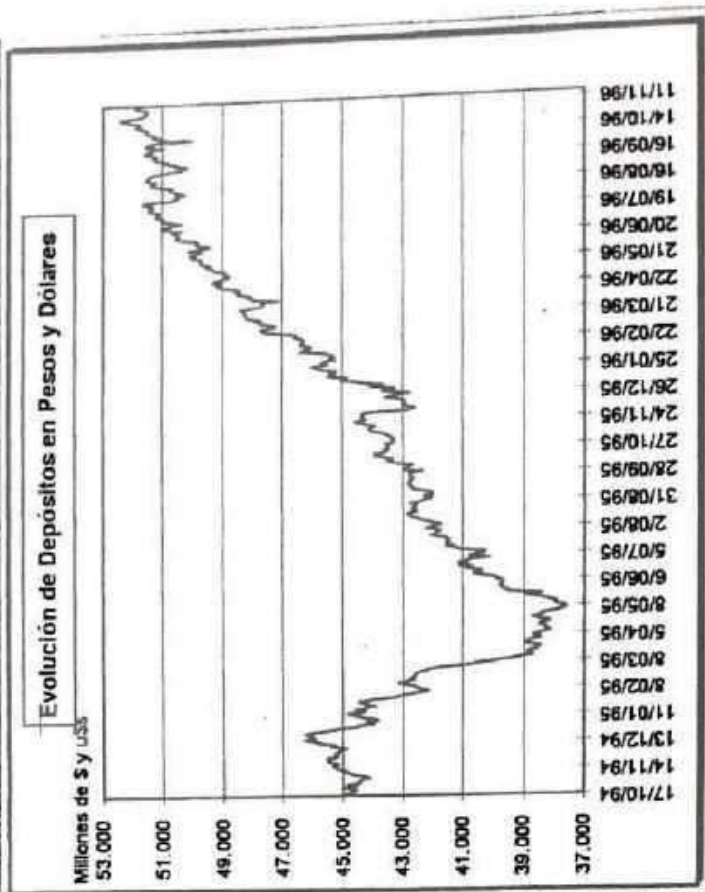
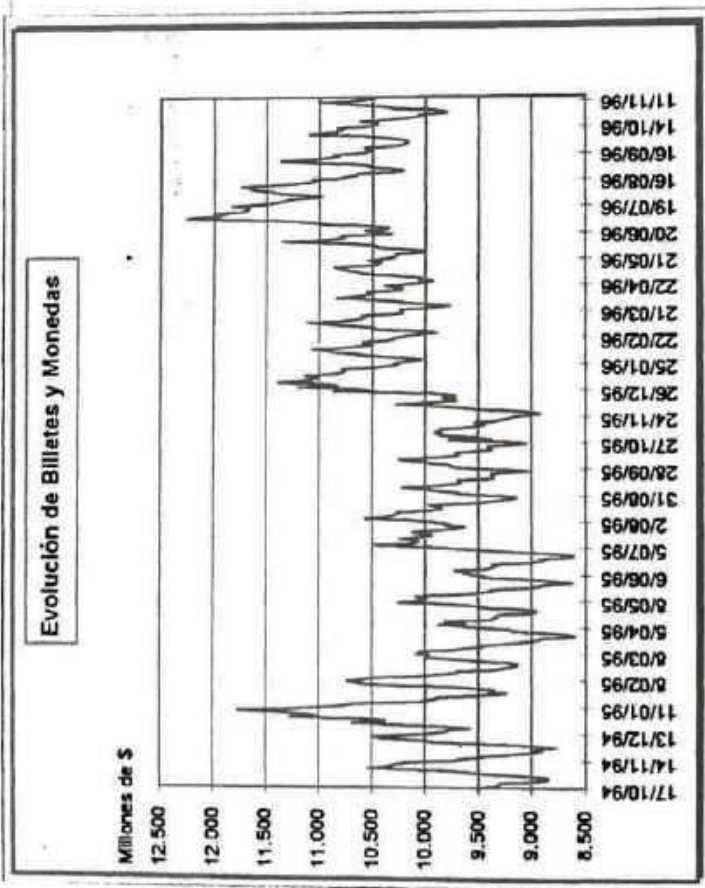
Bolsa de Comercio de Córdoba





BILLETES Y MONEDAS Y TOTAL DE DEPOSITOS

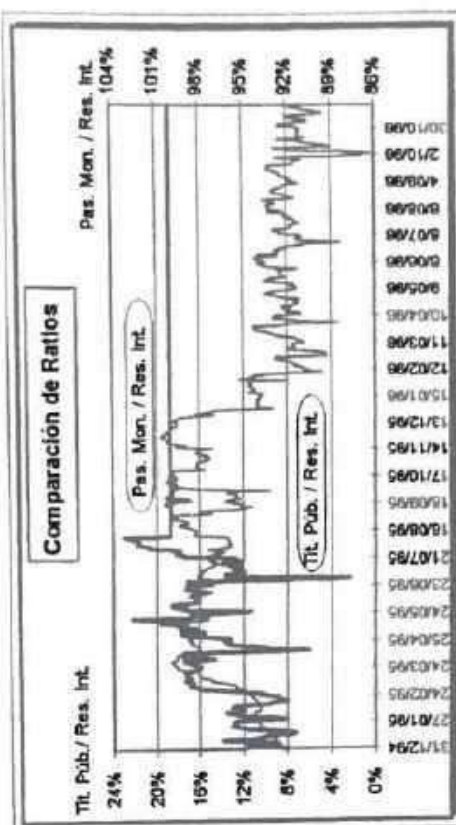
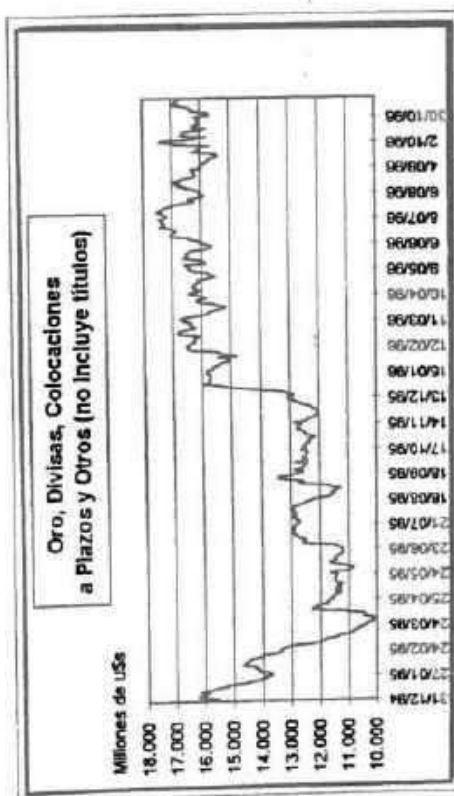
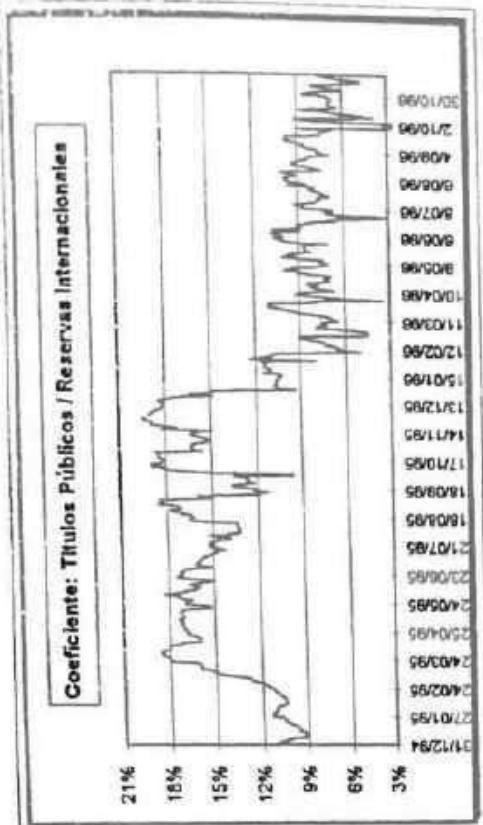
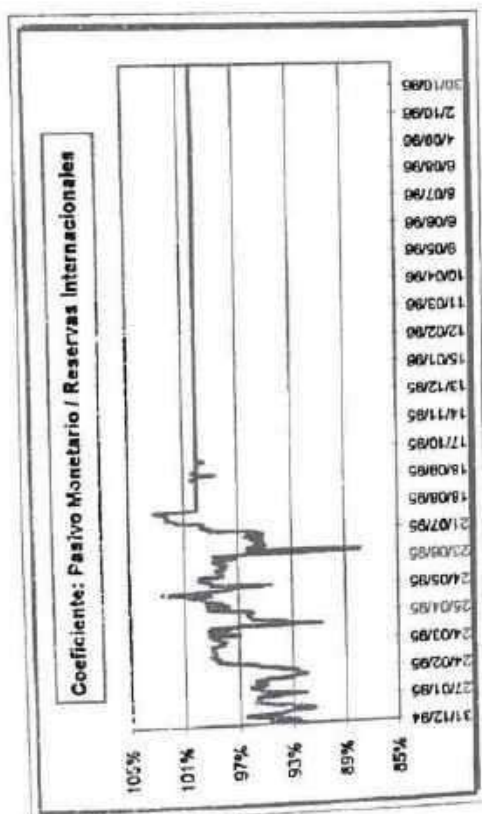
Gráfico 6.2



Fuente: en base a datos del BCRA.

MONEDA Y CREDITO

Gráfico 6.3



Fuente: en base a datos del BCRA y Carta Económica (Broda)

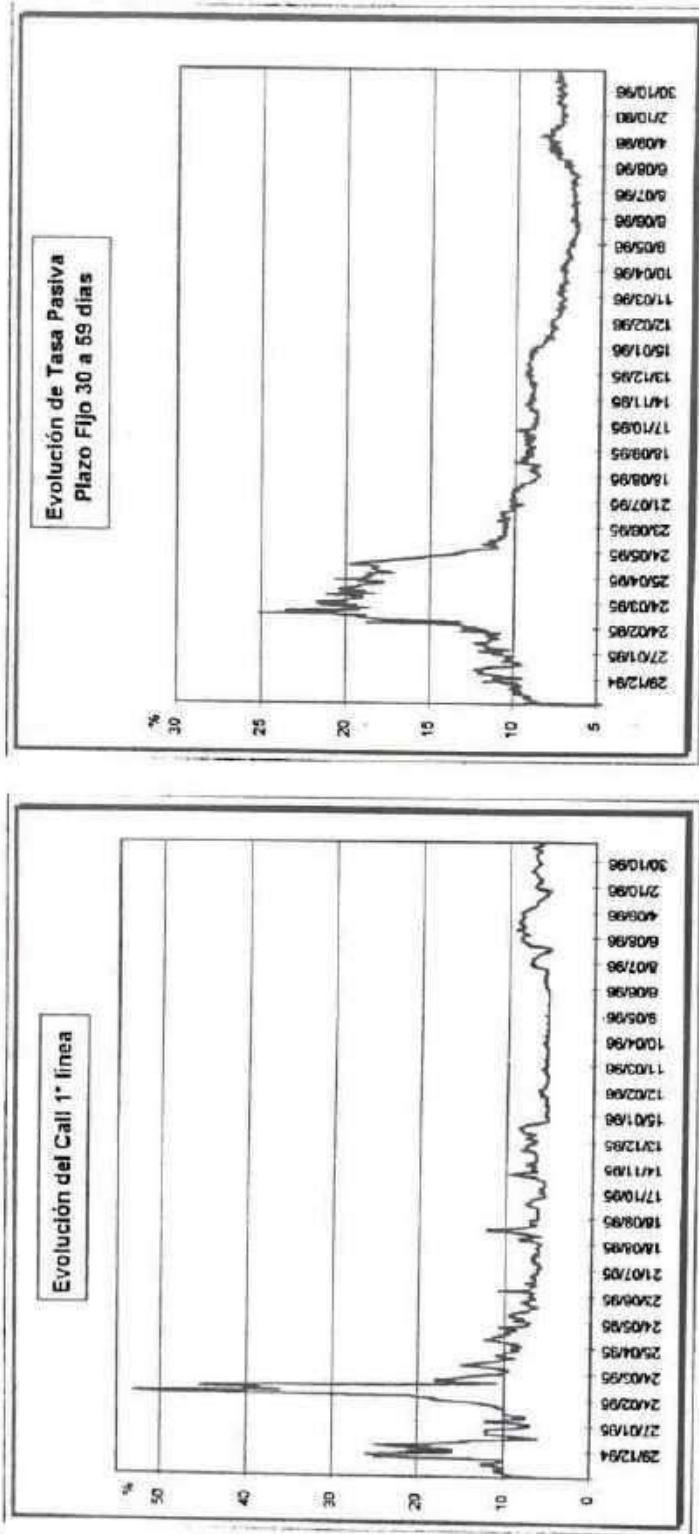
Nota: datos al 21/1/96

Diciembre de 1996





Gráfico 6.4



Fuente: Instituto de Investigaciones Económico-financieras de la Bolsa de Comercio de Córdoba.

I.7. MERCADO DE CAPITALES

7. Mercado de Capitales

7.1. Reseña sobre la evolución del Mercado de Capitales a nivel internacional

Durante los últimos diez años, los mercados financieros globales y sus intermediarios han enfrentado sucesivas crisis que produjeron fuertes caídas en el precio de los activos financieros (por ejemplo, los casos del mercado global de acciones en 1987, la actividad inmobiliaria a fines de la década de 1980 y el mercado de bonos en 1994). Crisis similares se produjeron en el mercado de cambios, tales como los problemas en el mecanismo monetario europeo (ERM) durante los años 1992 y 1993, la apreciación del yen a comienzos de 1995 y la devaluación mexicana de diciembre de 1994.

Los acontecimientos anteriores son consecuencia de las importantes transformaciones en el mercado financiero internacional ocurridas en los últimos diez años, incluyendo el incremento de la competencia a raíz de la liberación del sector financiero de la mayoría de los países industriales, la integración de los mercados de capitales, la creciente importancia de los inversores institucionales y el desarrollo de nuevos instrumentos operativos.

Motivado por el alto costo de las crisis descriptas se realizaron significativos esfuerzos en la regulación y supervisión del sistema bancario. El cambio estructural más importante fue el Acuerdo de Basilea, alcanzado en 1988, a fin de armonizar las normas bancarias de las principales economías desarrolladas.

En los primeros años de la década de 1990 se produjo un importante incremento en el flujo de fondos financieros hacia los países en desarrollo, como consecuencia de los menores niveles de actividad en las regiones económicamente más desarrolladas y la declinación de la tasa de interés internacional, especialmente la de los Estados Unidos.

El flujo neto de capitales a los mercados emergentes durante el período 1982-1989 alcanzó un promedio de U\$S 28 mil millones¹, aumentando a U\$S 228.1 mil millones en el año 1995. Es decir que la afluencia de capitales hacia la región se multiplicó más de ocho veces en los últimos años, coincidiendo con el aumento de la capitalización bursátil observada en los países en desarrollo.

Actualmente hay más de 60 países en desarrollo que tienen mercados de valores, una cifra que duplica el número existente hace diez años atrás. El valor combinado de los mismos es de alrededor de U\$S 1,9 trillones, o sea casi el 10% de la capitalización bursátil mundial y diez veces el valor que tenían en el año 1986.

7.2. El flujo de fondos hacia los mercados emergentes

A pesar de la crisis mexicana, durante el año 1995 el flujo de fondos hacia los países emergentes aumentó un 38% respecto a 1994 y un 30% en el área latinoamericana. Dicho incremento fue impulsado por la liquidez del mercado de préstamos bancarios, el aumento de la demanda de bonos emitidos por países de Europa oriental y Latinoamérica por parte de inversores japoneses y alemanes y el buen comportamiento de los mercados emergentes en Asia.

¹ Ver "Evolución reciente del financiamiento en los países en desarrollo", Raúl Hermida, BCC, 1996.



I.7. MERCADO DE CAPITALES

La política monetaria restrictiva de los Estados Unidos, aplicada a partir de los primeros meses de 1994, que produjo una considerable turbulencia en los mercados financieros internacionales, afectó principalmente a los países de nuestra región, debido a la significativa declinación en la colocación de acciones y bonos de los países en desarrollo desde los últimos días de febrero de 1994 hasta el mes de abril del mismo año.

En el segundo semestre de 1994, luego que las condiciones financieras se estabilizaran, se reinició el proceso de colocaciones de bonos y acciones aunque restringido a las entidades más sólidas y a tasas de interés y vencimientos menos atractivos.

La crisis mexicana de diciembre de 1994 produjo una importante venta de títulos valores en los países en desarrollo durante los últimos días de diciembre y el mes de enero de 1995. La presión vendedora se observó especialmente en los países latinoamericanos y continuó con toda su fuerza hasta mediados del mes de marzo del mismo año. Algunos países en desarrollo de la región asiática también experimentaron presiones en sus propios mercados financieros, pero las mismas se disiparon rápidamente y fueron seguidas por nuevos ingresos de fondos para inversión en cartera.

La recuperación mencionada en los mercados financieros latinoamericanos a partir del segundo semestre de 1995 se vio favorecida por una disminución en la tasa de interés de largo plazo de los Estados Unidos y el continuo esfuerzo realizado por los países de la región para consolidar los cambios estructurales que habían emprendido con anterioridad.

Durante los últimos años se observó una elevada correlación en la evolución de las tasas de retorno de los bonos Brady correspondientes a distintos países, especialmente luego de las crisis producidas por el aumento de la tasa de interés norteamericana en febrero de 1994 y la devaluación mexicana de diciembre de 1995.

Esta situación reflejó las características del comportamiento de los inversores en los mercados emergentes y la naturaleza de dichas inversiones dentro de las carteras que los mismos manejan. Frente a una crisis como la devaluación mexicana, la gran mayoría de ellos reaccionó de la misma manera, lo que sumado a la falta de liquidez en dichos mercados, aumentó en forma significativa la volatilidad de los mismos.

En la medida en que los inversores institucionales identifican a los activos financieros de los países emergentes como una clase de activos diferentes al resto, una vez que se ha determinado una proporción de la cartera a ser invertida en los mismos, recién prevalecen los fundamentos económicos a nivel de países, sectores y empresas.

Es por ello que cuando se produce una crisis que afecta significativamente a un país o región en particular, la primera reacción por parte de los inversores se manifiesta con bastante independencia de las situaciones particulares de cada una de las partes que componen el conjunto.



Asimismo, durante el periodo en que se produce el retiro masivo de fondos, los inversores prueban en particular la solidez de los programas económicos de aquellos países que tienen un elevado déficit en la cuenta corriente del Balance de Pagos y que utilizan un tipo de cambio fijo, tal como fue el caso de nuestro país.

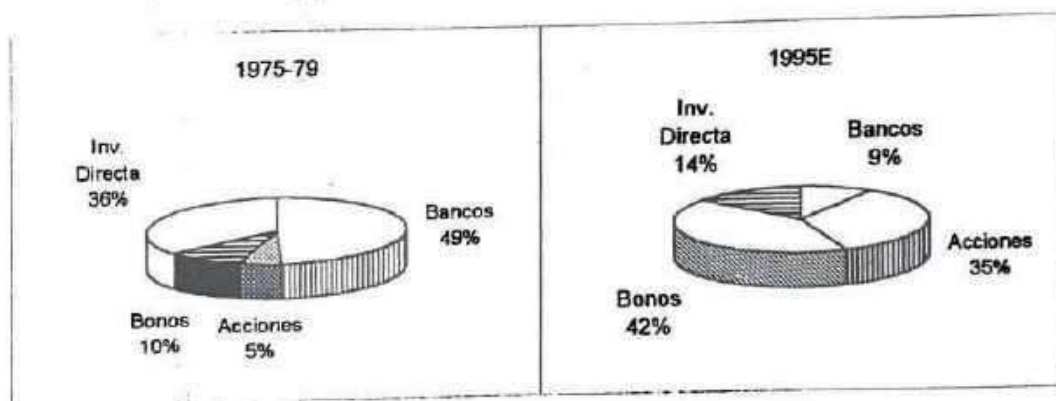
Sin embargo, luego de la reacción inicial, comienzan a prevalecer las condiciones macroeconómicas y los programas de reformas más sólidos, como lo muestra el regreso relativamente rápido de los capitales externos a las economías de los países del sudeste asiático.

7.3. El cambio en la composición del flujo de fondos internacional

En los últimos años se ha producido un importante cambio en la composición del flujo de fondos internacional, que hasta comienzos de la década de 1980 estaba completamente dominada por las instituciones bancarias.

El flujo de fondos privados para la compra de títulos valores se multiplicó notablemente en los últimos quince años, reduciéndose la participación de los créditos bancarios.

Gráfico 7.1.: Composición de la salida del flujo de fondos privados desde los países de la OECD, Promedio 1975-1979 y 1995E



Fuente : Bank for International Settlements.

Hoy en día, la inversión en títulos valores es el uno de los principales vehículos del flujo de fondos hacia los países emergentes.

Los problemas de cobranzas que enfrentaron los bancos cuando trataron de recuperar los fondos que habían prestado mediante el reciclaje de los petrodólares fueron motivados por una incorrecta evaluación de la capacidad de repago de los acreedores, tal como lo reflejó la crisis mexicana de 1982 que luego se extendió al conjunto de los países latinoamericanos.

Esta situación provocó una fuerte caída en los flujos de fondos de origen bancario que estaban destinados principalmente a los gobiernos y en su reemplazo el sistema financiero internacional tuvo que atender en forma creciente las necesidades de inversión y reestructuración de las empresas privadas, que se encontraron



inmersas en un proceso de cambio que condujo a una mayor especialización productiva y comercial en el marco de una creciente regionalización, manifestada en la conformación de grandes bloques económicos.

La desregulación del sistema financiero norteamericano producida a partir de 1975, junto a un proceso similar en varios países europeos, generó un fuerte incremento en el número de instituciones participantes tales como fondos de pensión, fondos de inversión y compañías de seguro, que comenzaron a adquirir bonos y acciones de empresas, no solo en sus propios países sino también en el exterior.

Asimismo, el envejecimiento de la población en los países más desarrollados aumentó la propensión al ahorro de esas economías, que a través de los fondos de pensión comenzaron a canalizarlos a los mercados emergentes, fuertes demandantes de ahorro externo para financiar crecientes volúmenes de inversión.

Por último, el endeudamiento estatal excesivo y la necesidad de disminuir el déficit fiscal en numerosos países, derivó en la necesidad impostergable de privatizar las empresas públicas y recortar los gastos estatales en infraestructura, contribuyendo a desviar el flujo de fondos externo hacia el sector privado.

Asimismo, es importante señalar que la composición del flujo de fondos tuvo importantes cambios de acuerdo a las distintas regiones a las cuales fue dirigido. Un análisis desagregado de dicha composición indica que en los últimos años **las inversiones en cartera predominaron en el caso de Latinoamérica y las directas en los países asiáticos**. Esta es la razón principal por la que los países más afectados por la caída del flujo de fondos en 1994 y 1995 fueron los pertenecientes a nuestra región.

La diferente composición en el ingreso de capitales de ambas regiones es un fenómeno reciente, debido a que a comienzos de la presente década las dos tenían un valor de inversiones directas parecido, tal como lo señalan las cifras del Cuadro 7.1. Sin embargo durante 1995, Asia ya recibía inversiones directas por un monto que triplicaba la cifra correspondiente a Latinoamérica.

Simultáneamente, se observa que entre 1993 y 1995 Latinoamérica reduce el valor de las inversiones en cartera desde U\$S 51.6 mil millones a solo U\$S 10.0 mil millones, mientras que en Asia dichas inversiones se reducen levemente desde U\$S 23.8 mil millones a U\$S 18.5 mil millones.

Asimismo los países de la región asiática aumentaron el flujo de inversiones directas un 60% entre 1993 y 1995, mientras que Latinoamérica lo hizo solo en un 30%.

Obsérvese nuevamente en el gráfico 7.1 que en 1995 solo el 27.6% del flujo de fondos hacia Latinoamérica se invierte en forma directa mientras que en Asia dicho porcentaje es del 50.3%. Asimismo, varios estudios indican que el monto total invertido en Fusiones y Adquisiciones (F. y A.) en nuestra región duplica las efectuadas en Asia.

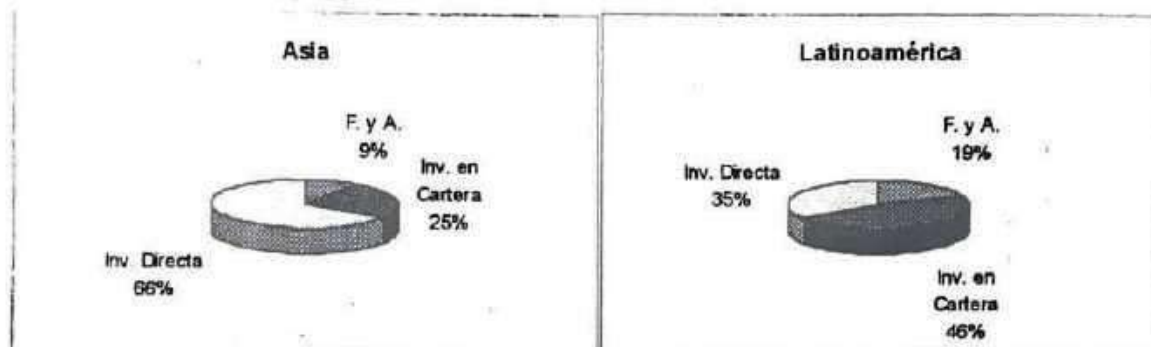
Si bien es cierto que las estadísticas disponibles pueden incurrir en errores tales como la doble contabilización de operaciones en el rubro Fusiones y Adquisiciones e Inversiones en Cartera, junto con las imprecisiones que provocan las



distintas metodologías de registro en diferentes países, el contraste entre ambas regiones es concluyente.

Aunque los fondos invertidos en fusionar o adquirir empresas pueden tener un impacto positivo en el nivel de productividad, probablemente no sean tan beneficiosos para aumentar la tasa de crecimiento como las inversiones directas. En el capítulo referido a las oportunidades de la Provincia de Córdoba en el proceso de integración, se analizan las compras y fusiones realizadas por las empresas multinacionales en Argentina y Brasil y su impacto sobre el futuro desarrollo de la región.

Gráfico 7.2.: Composición del flujo de fondos hacia las regiones de Asia-Pacífico y Latinoamérica. Promedio 1989-1995E



Fuente: AMDATA, Bank for International Settlements, Baring Securities, CrossBroder Analysis

Los países de la región Asia-Pacífico², que comprenden un mercado que se aproxima a los 2.500 millones de habitantes (45% de la población mundial), vienen creciendo en los últimos años a razón de un 8% anual promedio, y la mayoría de los analistas coinciden en que, bajo condiciones normales, lo seguirán haciendo durante los próximos años. El potencial futuro de esta región es enorme si se tiene en cuenta que el PBI de la misma representa solo el 7% del total de la economía mundial.

7.4. Principales razones del aumento del flujo de fondos externos hacia los países emergentes³

El fracaso de las economías centralmente planificadas, los avances tecnológicos en las comunicaciones y las modificaciones en la estructura demográfica de los países más desarrollados, son alguno de los factores que impulsan el movimiento de capitales a nivel internacional.

Asimismo resulta muy significativo el aumento del comercio entre naciones, el mayor acceso a la educación de un importante segmento de la población internacional y la transformación de las estructuras económicas con la pérdida de importancia relativa de la agricultura y la industria a favor del sector servicios.

² A los fines del análisis del flujo de fondos y principales características económicas analizadas en el presente trabajo comprende China, Hong Kong, India, Indonesia, Malasia, Pakistan, Filipinas, Singapur, Corea del Sur, Sri Lanka, Taiwan y Tailandia.

³ El Banco Mundial define a los países emergentes cuando tienen un ingreso per cápita inferior a los US\$ 8.340



Sin embargo, la principal fuerza que está promoviendo el movimiento de capitales entre distintas regiones es la enorme diferencia en el grado de desarrollo entre los países más avanzados y lo que se denominan países emergentes.

El avance de la tecnología y la educación permiten esperar que estas diferencias disminuyan si se mantienen las condiciones de comercio internacional y los programas de reformas.

Cuadro 7.2. Diferencias entre Países Emergentes y Desarrollados

Concepto	Países Emergentes	Países Desarrollados
Población	85%	15%
Area territorial	77%	23%
Producción de commodities	63%	37%
PBI	23%	77%
Capitalización de Mercado	15%	85%
Fondos Institucionales	2%	98%

Desde 1993, han estado saliendo capitales desde los países industriales a razón de 50 mil millones de dólares por año. Se estima que desde 1980 a 1995 la salida de capitales desde los países de la OECDE se ha multiplicado por 11.

El monto total de acciones pertenecientes a compañías de países que componen los llamados mercados emergentes, que se encuentran en manos de no residentes de esos países, suman los 205 mil millones de dólares.

Aproximadamente un séptimo del total del valor de las acciones de compañías extranjeras mantenidas en cartera por inversores en todo el mundo pertenecen a países de los mercados emergentes. En 1985, esa relación era de 1 a 200.

Basado en estas proyecciones, varias compañías financieras internacionales estiman que los mercados de valores de los países emergentes que hoy tienen una participación de solo el 15% sobre el total mundial, alcanzarán en el año 2010, valores cercanos al 45% del total.

Sin embargo, tal como ya fue señalado, debe tenerse en cuenta que estos capitales no se dirigen con la misma intensidad a cualquier región en desarrollo, sino que lo hacen en base a una evaluación cada vez más compleja de las reformas estructurales en curso y el equilibrio macroeconómico alcanzado por las distintas alternativas de inversión.

Para ello ponderan especialmente que el país o la región que se propone atraerlos, pueda proyectar sus escenarios económicos, políticos y sociales futuros con un respetable grado de seguridad jurídica y un marco general de referencia para el desarrollo de los negocios estable y predecible. A su vez, esa proyección la fundamentan en el comportamiento histórico observado en las últimas décadas.



Un esquema impositivo que se mantenga en el largo plazo sin grandes variaciones, junto con un sistema financiero estable y el desarrollo de una infraestructura adecuada son algunos de los principales factores para lograr los objetivos propuestos.

Otra de las principales lecciones de la historia reciente es que los países deben integrarse a los mercados internacionales con una apertura y liberación al menos simultánea de los mercados financieros y reales. Varios países latinoamericanos han liberado sus mercados financieros más rápidamente que su economía real lo cual atrajo capital especulativo de corto plazo que no contribuyó a aumentar la riqueza y establecer las bases de un crecimiento sólido a largo plazo. Por el contrario, un número cada vez más importante de países (o bien ciudades o regiones pertenecientes a países como en el caso de China) de la zona Asia-Pacífico, liberaron una significativa parte de su economía real más rápidamente que su mercado financiero con los resultados que ya conocemos.

Esta situación es particularmente cierta en el caso de nuestro país donde la existencia de una economía informal muy extendida y la salida de capitales que se produjo durante los últimas décadas, condujeron de hecho a una significativa apertura de los mercados financieros, sin que simultáneamente se adaptara la economía real a las exigencias de la globalización.

La principal consecuencia de ello fue un aumento de la volatilidad de los mercados que impactó en la economía real, generando mayores condiciones de incertidumbre e inestabilidad que fueron evidenciadas con la reversión del flujo de fondos externos que produjo la reciente crisis de México.

7.5. El papel del ahorro interno en el proceso de desarrollo

Los inversores internacionales tienen especialmente en cuenta la capacidad de ahorro interno de las economías en las que piensan invertir.

La proporción del ahorro nacional, expresada como porcentaje del PBI en distintos países, muestra que existe una gran disparidad entre ellos. En algunos casos esta disparidad puede correlacionarse con el grado de desarrollo alcanzado por las economías incluidas en la muestra, pero en otras ocasiones se observan grandes diferencias regionales que no dependen del nivel de ingresos, en especial si comparamos Latinoamérica con Asia.

En el Cuadro 7.3 se observa que los niveles de ahorro y de crecimiento de los países del sudeste asiático superan con creces a los otros grupos considerados, repitiendo alguna de las características de la evolución que se produjo durante las décadas de 1960 y 1970 en la mayoría de los países que hoy consideramos como desarrollados.

Lamentablemente la situación es bastante diferente en el caso de los países Latinoamericanos, con la excepción de Chile, ya que los niveles de ahorro son bastante más bajos que en el Asia, aún para aquellos países con similar nivel de PBI per cápita.



En el caso de nuestro país, aunque presentó en el período 1992-1994 una tasa de alto crecimiento, tuvo uno de los porcentajes de ahorro nacional más bajos de la muestra, situación que si bien resulta atípica, aparentemente pudo sostenerse durante cuatro años sobre la base de una gran recuperación del mercado interno. Esa recuperación fue posible debido a la importante demanda insatisfecha que se había acumulado durante el proceso de desinversión de bienes de capital y la no reposición de bienes de consumo durable de la década de 1980, que al aparecer el crédito, debido al ingreso de ahorro externo, permitió reactivar la economía y aprovechar mejor los recursos existentes gracias a las profundas reformas estructurales encaradas.

Cuadro 7.3.: Niveles de Ahorro Nacional Bruto y PBI per cápita por Países (1992-1994)

Países	PBI per cápita (año 1993) (US\$/hab./año)	Ahorro Nacional Bruto (en % del PBI) (%)	Crecimiento anual PBI (%)
Desarrollados(1)			
Japón	28.217	33.5	0.5
Alemania	22.917	22.2	1.3
Francia	22.300	20.1	0.9
Estados Unidos	23.119	15.4	3.2
Países en desarrollo			
Asia			
China	490	40.4	13.6
República de Corea	7.760	34.3	6.2
Tailandia	2.110	34.1	8.2
Malasia	3.140	32.0	8.2
Indonesia	740	26.6	6.4
India	300	23.2	4.4
Latinoamérica			
Chile	3.170	24.2	7.2
Brasil	2.930	19.9	2.7
Ecuador	1.200	18.0	3.2
Colombia	1.400	17.8	5.1
México	3.610	16.9	2.3
Venezuela	2.840	16.2	0.5
Paraguay	1.510	14.9	3.0
Argentina	7.220	14.7	7.4
Europa oriental			
Polonia	2.260	16.3	4.1
Hungría	3.350	12.1	-1.9

(1) En el caso de los países desarrollados se considera el período 1990-1994

Fuente: "La cuestión del ahorro", Ricardo Lopez Murphy, 1996; "Trends in developing economies", The World Bank, 1995; "World data 1995", The World Bank, 1995.

Tal vez una prueba de que no se pueden sostener altas tasas de crecimiento con bajos niveles de ahorro interno, en el caso de economías como la Argentina, fue la recesión del año 1995, producida justamente por una interrupción del flujo de fondos externos.

La pregunta que deberíamos hacernos a continuación es porque los países Latinoamericanos, y en especial Argentina, tienen una tasa de ahorro sustancialmente inferior a la que prevalece en las economías asiáticas. Es probable



que para obtener una respuesta aceptable debiéramos incluir en el análisis no solo los aspectos económicos sino también aquellos que tienen raíces políticas, culturales e históricas, tal como fue mencionado en el análisis del contexto económico.

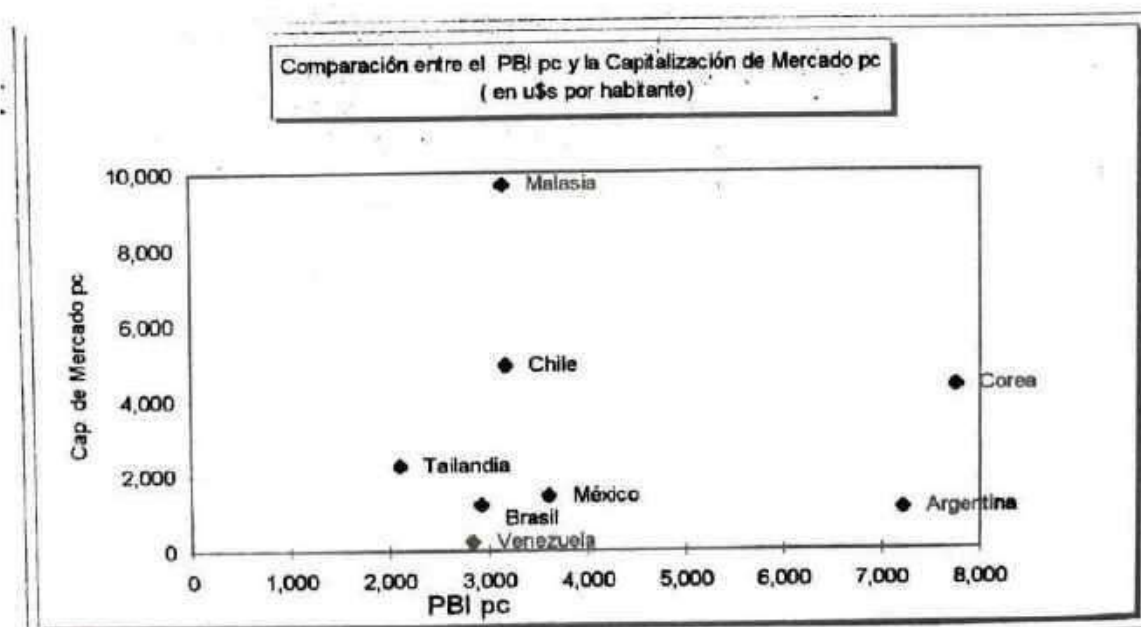
Sin embargo, no debemos subestimar un hecho significativo en la evolución del ahorro en nuestro país. Dicho ahorro muestra una fuerte recuperación desde los niveles extremadamente bajos que prevalecieron durante casi toda la década de 1980 al punto que se espera supere el 20% del PBI en 1996. Es probable entonces que los cambios estructurales a los que hicimos referencia con anterioridad contribuyeran significativamente a aumentar la tasa de ahorro.

7.6. La importancia del sistema financiero en el proceso de desarrollo económico

Numerosos tratados sobre la evolución de la economía de los países en desarrollo enfatizaron aspectos tales como el papel de la industrialización, las exportaciones o la función del Estado en la misma. Sin embargo no siempre se le otorgó igual importancia a la función que cumple el sector financiero como instrumento para lograr un sostenido progreso económico.

Si consideramos el conjunto de países que el Banco Mundial califica como de ingresos altos-medios⁴, y observamos la relación que existe entre el PBI y la Capitalización del Mercado Bursátil en términos per cápita, observamos que los países de la región asiática y Chile tienen un nivel de capitalización promedio superior al resto de los países latinoamericanos considerados (ver gráfico 7.3).

Gráfico 7.3.: Indicadores del desarrollo económico y financiero para el grupo de países de ingresos altos-medios en Latinoamérica y el Sudeste Asiático.



Fuente: World Bank, FIBV, International Monetary Fund.



⁴ Los mismos se definen en el rango de un PNB per cápita entre U\$S 2.786 y U\$S 8.625.

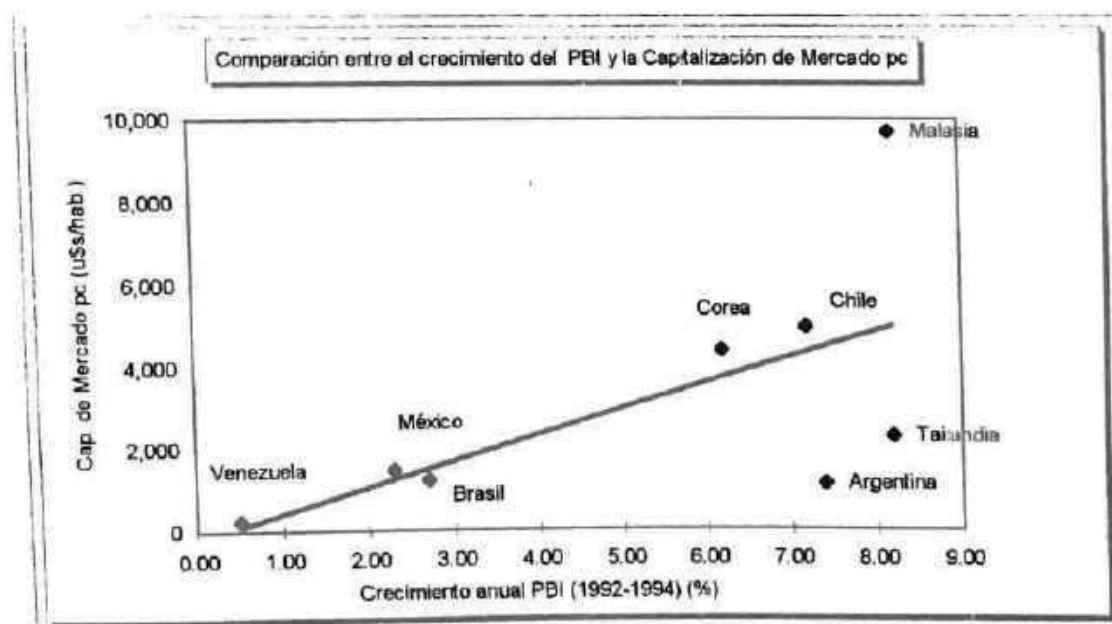
Por otra parte, cuando correlacionamos la tasa de crecimiento de esos países con la capitalización bursátil per cápita se observa una relación directa entre ambas variables. Esta conclusión es extensiva a un grupo más numeroso de países, tales como los denominados países en transición.

La relación positiva entre el desarrollo de los mercados bursátiles y el crecimiento económico no solo señala que el ahorro es una de las condiciones esenciales para el progreso, sino que dichos mercados son un síntoma claro de una mejor organización económica.

Tener un mercado bursátil adecuado implica que la información disponible es más completa y que probablemente los esquemas de previsión social y las formas de ahorro de la población acercan más las actividades económicas al interés social. Cotizar en bolsa también significa un mayor control impositivo y legal, lo cual colabora a mejorar el grado de seguridad jurídica, como una de las condiciones esenciales para aspirar a un mayor crecimiento económico.

En economías altamente volátiles, como el caso de Argentina durante muchos años, un mayor ingreso per cápita no significa necesariamente una demanda más alta de instrumentos financieros locales. Por el contrario, una capitalización bursátil per cápita más alta parece indicar mejores oportunidades de desarrollo.

Gráfico 7.4.: Indicadores de crecimiento económico y capitalización bursátil para el grupo de países de ingresos altos - medios de Latinoamérica y el Sudeste Asiático.



Fuente: World Bank, FIBV, International Monetary Fund.

Tal como lo mencionamos, el gráfico 7.4 nos está señalando que para un conjunto de países que se encuentran en un mismo estadio de desarrollo económico hay una cierta correlación directa entre capitalización bursátil y crecimiento. Los dos países más alejados de la línea de tendencia son Argentina y Malasia.

En el caso de Argentina, las razones son las mismas que las explicadas más arriba, o sea que el fuerte crecimiento de nuestro país está reflejando la recuperación desde una fase descendente muy profunda del ciclo económico y por el momento no constituye una tendencia de largo plazo.

El caso de Malasia puede justificarse por la importancia que tienen las empresas extranjeras cotizando en la bolsa de Kuala Lumpur y las grandes inversiones externas que ese país realiza en otros de la misma región.

Como un ejemplo de las inversiones intrarregionales, podemos señalar que Taiwan es el principal inversor extranjero en Vietnam; Malasia es el tercero en la India y que Hong Kong es el primero en China.

Otro ejemplo, a un nivel diferente, es el superávit de la Balanza Comercial japonesa que, durante la década del 1980, se había invertido mayoritariamente en Estados Unidos, tanto en la compra de bonos del gobierno como en inversiones directas. Hoy dicho superávit comienza a desviarse hacia los países del sudeste asiático en forma de inversiones directas realizadas por las grandes empresas multinacionales que buscan reducir sus costos de mano de obra.

7.7. El ahorro interno y el sistema financiero en Argentina

En el cuadro 7.4 se incluyen algunos indicadores básicos del ahorro interno argentino y el desarrollo de su sistema financiero. El ahorro nacional en términos del PBI aumentó cuatro puntos durante los últimos cinco años, pero todavía se encuentra bastante lejos de los niveles que corresponden a países con altas tasas de crecimiento.

La capitalización bursátil, que se recuperó alrededor de un 50% durante la década de 1990 recién alcanzó un 14,6% en 1996, una cifra que se encuentra sustancialmente por debajo del promedio latinoamericano y que es casi insignificante en alguno de sus componentes. Por ejemplo, los fondos institucionales recién comienzan tener alguna importancia en el mercado pero en una proporción que deja mucho que desear respecto a los países líderes de la región.

El nivel de monetización también indica que nuestro país tiene serios inconvenientes para financiar la inversión y por lo tanto para transformar las estructuras económicas adaptándolas a la dinámica de los mercados internacionales.

También es particularmente negativo para el desarrollo de nuevas iniciativas empresarias o para las posibilidades de integración a nuevos mercados por parte de la actividad privada del país. La situación empeora en el interior donde además se suma una tasa de riesgo derivada de la situación fiscal prevaleciente en muchas provincias y de la inseguridad jurídica derivada de la debilidad del poder judicial.

Teniendo en cuenta la importancia del ahorro y el desarrollo del sistema financiero para lograr un crecimiento sostenido, es esencial que nuestro país supere los reducidos niveles de monetización, bancarización y la insuficiente demanda de instrumentos del mercado de capitales⁵.

⁵ Para un análisis de las dificultades que enfrenta Argentina ver "El Balance de la Economía Argentina en 1995", Instituto de Investigaciones, Bolsa de Comercio de Córdoba, 1995.



Cuadro 7.4.: Indicadores de Ahorro Nacional y del Sistema Financiero en Argentina, 1991-1996E.

	Ahorro Nacional/PBI	Capitalización Bursátil/PBI	M4 bimonetario/PBI
1991	15,2	9,8	10,2
1992	14,3	8,1	13,8
1993	15,9	17,1	18,3
1994	16,9	13,1	19,6
1995	18,5	13,4	18,8
1996E	19,5	14,6	19,5

Nota: El ahorro nacional computa la rentas nominales en los pagos netos a factores del exterior. La capitalización bursátil corresponde al último mes de cada año.

Fuente: "Argentina en Crecimiento 1995-1999", "Informe Económico", Secretaría de Programación Económica, ME, FIABV, Instituto de Investigaciones de la Bolsa de Comercio de Córdoba.

7.8. El Mercado de Capitales en Argentina

7.8.1. Las Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP)

A fines de Agosto 1996 se encontraban funcionando en el país 22 Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones, con 5.5 millones de personas afiliadas. El valor de los fondos era de U\$S 4.485 millones, lo cual representa algo menos del 1,5% del PBI, cuando en Chile, donde el sistema cumplió quince años de vigencia, dicho porcentaje alcanza aproximadamente el 50%. En el año 2000 se espera que los fondos de pensión argentinos alcancen a acumular una cifra de U\$S 20.000 millones.

El 25% de las AFJP reúnen alrededor del 70% de las afiliaciones y de los fondos. La tasa de cobrabilidad alcanza solo al 50% reflejando la generalizada situación de precariedad laboral y el gran número de autónomos que no realizan aportes.

Las inversiones realizadas por las AFJP en títulos privados suman aproximadamente el 22% de la cartera, o sea alrededor de U\$S 900 millones, mientras que en Chile ese porcentaje es del 35%, lo cual significa una inversión de U\$S 9.100 millones.

En el caso de Chile, los Fondos de Pensión representan la mitad de los activos bancarios, casi un tercio de la capitalización bursátil, el doble de las exportaciones anuales y el 42% del gasto público.

En esta simple comparación de las principales características del desarrollo de ambos sistemas, pueden encontrarse algunas de las razones del significativo proceso de inversión directa de Chile en Argentina, por más de U\$S 5.500 millones y el impacto en su economía.



7.8.2. Los Fondos Comunes de Inversión

En el país existen 139 Fondos Comunes de Inversión (FCI) y se estima que para fin de año aumenten a 200. El valor de la cartera era de \$ 1.600 millones a fines de octubre de 1996.

Estos se pueden clasificar en primer lugar según su renta, la cual puede ser fija o variable, dependiendo en que instrumentos financiero invierta el Fondo. También pueden ser abiertos o cerrados. En el primer caso, el capital del Fondo se incrementa a medida que se incorporan nuevos inversores. En cambio, en el segundo caso, el monto de la cartera no se modifica.

A nivel internacional, los mismos tienen un fuerte crecimiento. Por ejemplo, en Estados Unidos administran una cartera de U\$S 3,2 millones de millones y el cociente entre Cartera de los FCI y depósitos es de 1,5. Mientras que en Argentina el valor de esta razón es de 0,03. Esto demuestra el reducido desarrollo de estos instrumentos en nuestro país.

7.8.3. Síntesis comparativa.

A pesar de la alentadora evolución observada en el mercado de capitales a partir de 1992, todavía nuestro país se encuentra en la etapa inicial de una recuperación que podría ser afectada por cualquier acontecimiento que indicara la menor posibilidad de regresar al marco de referencia en el cual se destruyó la moneda y por lo tanto el sistema financiero.

Cuadro 7.5. Evolución del sistema financiero (en U\$S MM)

Concepto	1992	1993	1994	1995	Set-1996
Capitalización de mercado	26,3	72,3	65,8	72,4	80,0
Fondos de Pensión	0,5	2,5	4,5
Fondos de Inversión	...	0,2	0,4	0,6	1,5
Depósitos Bancarios	24,7	38,1	46,5	45,3	52,0

Fuente: En base a datos del BCRA, BCBA.

En el cuadro 7.5 se observa la lenta aparición de un volumen acumulado de Fondos de Pensión y de Inversión que suman seis mil millones de dólares al mes de setiembre de 1996, lo que a modo de ejemplo, solo representa una pequeña proporción de los fondos que administra una sola entidad internacional de cierta envergadura.

En cuanto a la capitalización de las acciones que cotizan en el mercado, Argentina alcanza una cifra que representa una quinta parte del valor de Brasil, mientras que en la comparación con el número de empresas, nuestro país tiene solo un tercio de las brasileras y el valor efectivo de la negociación en acciones es aproximadamente una cuarta parte del correspondiente a nuestro país vecino.



Si la comparación se efectúa con Chile, la capitalización de las acciones argentinas que cotizan en el mercado no alcanzan al 60% del valor correspondiente al país trasandino y el número de empresas cotizantes mantiene una proporción similar. En cuanto al volumen negociado, Argentina supera a Chile, aunque dicha comparación no es demasiado confiable, teniendo en cuenta la internacionalización de las transacciones.

Cuadro 7.6. Indicadores del Mercado de Capitales - (Cifras expresadas en millones de dólares - Volúmenes mensuales.

Concepto	Argentina		Brasil			Chile	Total
	Bolsa B. Aires	M.A.E.	Bolsa S. Pablo	Bolsa R. Jan.	Merc. Elect.		
Volumen Negociado	12.596	25.325	9.434	1.911	632.322	13.722	695.310
- Acciones	2.619	---	9.434	1.911	---	928	14.892
- Títulos Renta Fija	9.977	25.325	---	---	632.322	11.843	697.467
- Otros Inst. Financ.	---	---	s/i	s/i	---	951	951
Empresas cotizantes	150		536	570		260	
Cap. de Mercado	82.749		191.287	184.259		125.687	
- Acciones	43.269		191.287	184.259		73.813	
- Títulos Renta Fija	39.480		---	---		51.874	

Fuente: Argentina: CNV, Cifras a junio 1996; Brasil: International Federation of Stock Exchanges. Cifras a junio de 1996; Chile: FIABV, Anuario Estadístico 1996, Cifras a diciembre de 1995.

Por último, resulta interesante visualizar la relación del Mercosur con los principales mercados de valores en el mundo, considerando los indicadores de volumen negociado y capitalización bursátil.

Concepto	EE.UU. NYSE	Reino Unido - Londres	Mercosur
Volumen Negociado (acciones)	303.341	226.650	14.628
Capitalización Bursátil	6.250.505	1.385.520	492.628

Fuente: International Federation of Stock Exchange - Junio 1996; FIABV

Debido a la importancia que adquiere el mercado de valores de los países miembros de Mercosur cuando se los considera en forma conjunta, es interesante estudiar con el mayor detenimiento posible las propuestas para la integración de los mismos. En el último coloquio de IDEA realizado en octubre del presente año, se presentó una propuesta sobre los principios que deberían cumplirse para la integración, que constituye una base interesante para alcanzar los objetivos propuestos.



CUADRO 7.7: EVOLUCION DE LOS RESULTADOS DE LAS EMPRESAS COTIZANTES

Sector	Empresa	PRECIO PARIDAD AL ULTIMO DIA DE CADA MES										RESULT. ACUM. ULTIMOS 4 TRIM					
		Jun'95	Ago'95	Oct'95	Dic'95	Feb'96	Abr'96	Jun'96	Ago'96	Oct'96	Nov'96	Mar'95	Jun'95	Ser'95	Dic'95	Mar'96	Jun'96
Bancario	FRAN	4,91	5,652	6,15	6,85	8,50	9,57	9,50	7,75	8,75	10,00	50	44	45	60	57	74
	GALI	2,73	3,141	3,31	4,32	4,69	4,97	5,35	4,315	4,59	5,47	69	64	58	67	68	77
	BSUD	6,20	6,30	5,00	7,45	9,30	9,60	11,70	8,65	10,00	11,00	11	1	-7	-4	2	17
	Subtot.											130	109	96	124	127	168
Aliment	BAES	1270	1190	1130	1055	835	790	660	245	288	265	75	70	47	-2	-44	-44
	BAGL	1,95	1,947	1,92	2,06	1,98	2,12	2,53	2,35	2,35	2,15	16	13	9	5	3	-1
	MOLI	1,38	1,53	1,51	2,00	2,20	2,55	2,57	3,01	3,15	3,30	14	35	51	50	65	39
	Subtot.											106	119	107	64	24	-7
Autom.	CINA	3,64	4,10	3,65	5,20	4,50	5,80	6,95	4,45	4,48	4,38	119	87	31	-18	-34	-31
	SEVE	1,85	1,73	1,33	1,79	1,60	1,99	2,90	2,10	2,48	2,65	93	43	-34	-127	-138	-110
	Subtot.											212	130	-3	-146	-172	-141
Construcc	CORC	3,99	4,572	4,28	4,14	3,7	3,9	4,65	4,20	4,25	4,78	-7	-7	6	5	9	11
	JMIN	2,18	2,684	2,06	2,80	3,34	3,43	3,92	2,45	3,00	3,55	8	9	11	11	11	13
	IRSA	2,28	2,09	2,01	2,52	2,70	3,02	3,35	2,77	3,06	3,10	7	11	14	18	18	21
	POLL	0,82	0,86	0,54	0,56	0,56	0,76	1,26	0,92	0,95	0,95	6	4	6	6	-3	-3
	Subtot.											14	18	37	41	35	43
Telecom.	TEAR	2,51	2,53	2,11	2,70	2,58	2,92	2,96	2,35	2,33	2,58	439	461	458	457	443	407
	TECO	4,55	4,42	3,85	4,72	4,30	4,52	4,70	3,83	3,78	3,99	312	303	307	299	292	276
	Subtot.											751	764	764	756	736	683
Tabaco	PART	-0,81	9,19	7,89	8,50	10,00	12,00	12,10	9,70	4,90	4,80	53	52	53	70	70	75
	PICA	3,81	4,16	3,85	3,80	3,85	3,25	3,80	2,80	3,50	4,15	7	6	6	18	22	23
	Subtot.											60	58	60	88	93	98
Petrolero	ASTR	1,19	1,387	1,18	1,48	1,41	1,71	1,91	1,43	1,80	1,86	50	52	46	46	46	42
	COME	2,48	2,34	2,02	2,65	2,85	2,99	3,10	2,26	2,36	2,46	50	52	39	42	42	38
	PERE	3,61	4,035	3,8	4,58	4,98	6,22	6,55	5,72	6,35	6,84	214	234	246	258	275	331
	YFPD	19,03	17,80	17,25	21,50	19,50	22,00	22,50	21,00	22,80	23,40	646	747	830	793	761	760
	Subtot.											980	1085	1162	1138	1124	1170
Petroqui.	ATAN	1,02	1,037	0,89	1,37	1,13	1,78	1,83	1,50	1,65	1,62	17	20	18	10	4	4
	GARO	2,90	3,30	2,55	3,55	3,65	3,82	3,74	3,42	4,55	5,02	16	21	17	9	48	47
	INDU	0,43	0,57	0,50	0,61	0,43	0,46	0,48	0,43	0,53	0,55	23	22	27	-35	-409	-413
	IPAK	3,90	4,30	3,55	3,75	3,70	4,00	3,70	3,25	3,60	3,87	29	40	34	25	97	92
	Subtot.											85	103	86	9	-259	-270
Siderurgic.	ACIN	0,53	0,72	0,51	0,71	0,60	0,71	0,80	-0,71	0,97	1,29	-1	0	-10	-20	-43	-180
	ERCA	0,68	0,82	0,75	0,97	0,99	1,16	1,36	1,26	1,59	1,64	21	31	36	52	32	32
	Subtot.											20	31	26	32	-11	-148
Electrico	CEPU	3,55	3,85	3,05	3,60	3,58	3,60	3,60	3,10	2,93	3,00	38	37	35	42	39	37
	CECO	3,15	2,63	2,77	3,08	3,10	3,40	3,68	3,08	3,14	3,21	34	34	36	41	48	46
	Subtot.											72	71	71	83	88	82
Otros	ALPA	0,39	0,26	0,36	0,53	0,48	0,59	0,75	0,54	0,66	0,76	7	-1	-1	2	1	7
	CELU	0,28	0,38	0,31	0,34	0,26	0,27	0,28	0,18	0,22	0,28	-122	-195	-184	-188	-201	-345
	LEDE	1,12	1,13	1,07	1,28	1,35	1,43	1,43	1,16	1,26	1,23	82	88	77	100	95	74
	CEI	3,15	3,40	3,00	3,50	3,80	3,58	4,00	3,25	3,25	3,35	-32	-108	-108	-87	-105	-264
	Subtot.											-64	-216	-216	-176	-209	-628
Total											2338	2347	2247	1893	1583	1524	

FUENTE: Instituto de Investigaciones Económico-financieras y del Mercado de Capitales - Bolsa de Comercio de Córdoba.



CUADRO 7.8: PARIDAD BURSÁTIL Y RELACION PRECIO / GANANCIA

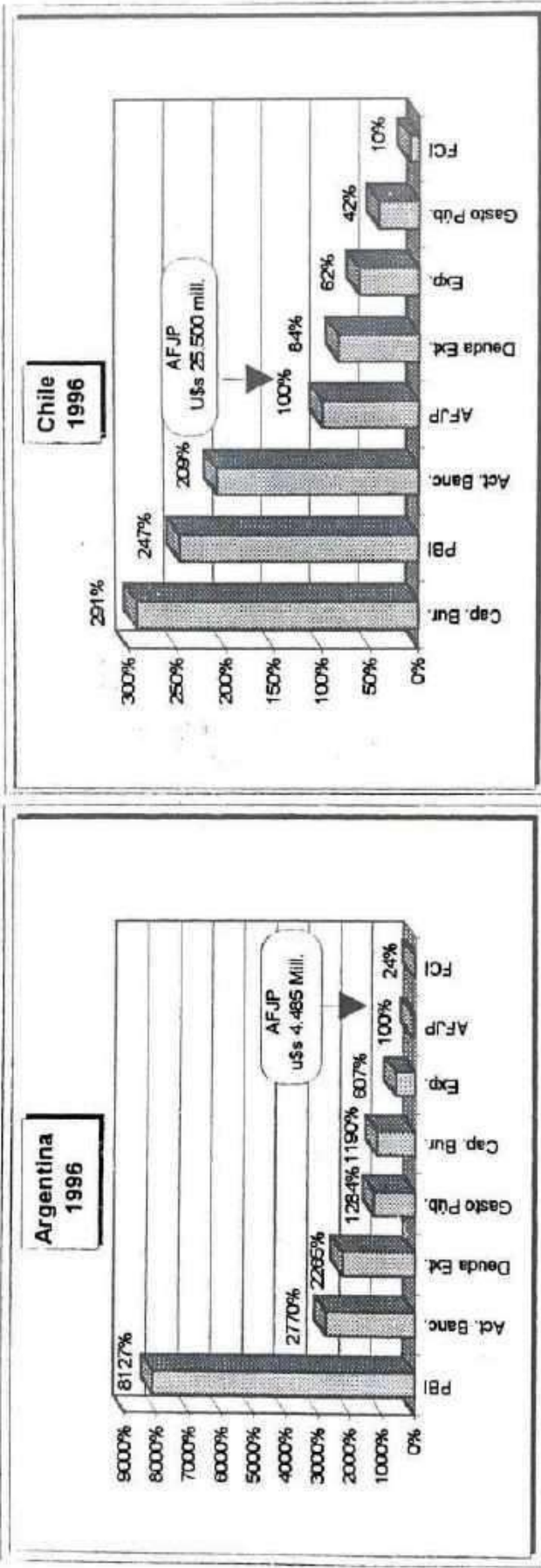
Sector	Empresa	PRECIO / VALOR LIBRO						PRECIO / GANANCIA					
		Jun'95	Set'95	Dic'95	Mar'96	Jun'96	Set'96	Jun'95	Set'95	Dic'95	Mar'96	Jun'96	Set'96
Bancario	FRAN	1,33	1,71	1,96	2,22	2,28	1,97	12,92	18,54	25,33	19,34	20,89	14,84
	GALI	1,30	1,57	2,02	2,25	2,32	1,88	10,03	12,87	19,19	18,90	19,85	15,39
	BSUD	0,77	0,75	0,97	0,89	1,17	1,05	16,08	235,13	-	-	187,56	22,99
Aliment.	BAES	1,92	1,78	1,66	1,34	1,15	1,43	11,95	12,05	16,83	-	-	-
	BAGL	1,11	1,15	1,27	1,12	1,74	1,54	12,70	17,56	27,94	-	-	-
	MOLI	1,16	1,22	1,54	1,74	1,86	1,76	61,18	10,61	9,67	11,22	10,11	14,79
Autom.	CINA	1,03	0,84	1,52	1,42	2,13	1,56	3,03	3,46	16,83	-	-	-
	SEVE	0,38	0,33	0,43	0,39	0,84	0,62	2,16	3,97	-	-	-	-
	ZANE	0,29	0,22	0,28	0,44	0,68	0,43	-0,34	0,06	-	-	-	-
Construcc.	CORC	0,89	0,89	0,86	0,77	0,89	0,95	20,80	16,18	16,55	16,67	32,52	109,08
	JMIN	0,56	0,57	0,80	0,86	1,06	0,87	11,68	10,48	14,63	15,34	21,49	18,51
	IRSA	1,12	1,07	1,13	1,30	1,48	1,26	14,82	13,18	18,09	20,82	17,40	15,81
	POLL	0,32	0,32	0,27	0,46	0,84	0,71	-6,90	-8,26	-	-	-	-
Telecomun.	TEAR	1,80	1,72	1,90	1,81	2,03	1,72	12,83	12,09	13,90	13,26	16,00	14,43
	TECO	2,00	1,84	2,00	1,79	1,96	1,63	13,47	13,66	15,16	13,85	15,85	14,32
Tabaco	PICA	1,25	1,17	1,19	1,03	-	1,07	7,43	7,03	5,10	4,41	6,45	5,19
Petrolero	ASTR	0,82	0,97	1,02	1,15	1,26	1,17	8,65	10,18	12,22	14,15	16,12	16,10
	COME	1,46	1,39	1,51	1,51	1,71	1,33	8,99	8,92	13,12	12,40	14,80	12,56
	PERE	2,06	2,10	2,42	2,93	3,21	2,87	12,36	12,42	14,37	16,67	18,19	14,42
	YFDF	1,26	1,17	1,33	1,21	1,33	1,36	10,38	8,48	9,14	8,97	10,67	10,64
Petroquí.	ATAN	1,22	1,16	1,28	1,34	1,46	1,16	6,16	4,90	6,64	11,21	30,84	30,65
	GARO	0,65	0,59	0,81	0,77	0,55	0,69	3,19	2,40	4,08	8,83	1,40	1,84
	INDU	0,30	0,36	0,40	0,37	1,04	0,95	3,30	4,74	12,99	-	-	-
	IPAK	1,24	1,19	1,14	1,04	0,70	0,71	5,36	4,02	1,14	6,00	1,62	1,72
Siderurgico	ACIN	0,12	0,14	0,18	0,15	0,21	0,52	38,40	570,00	-	-	-	-
	ERCA	0,43	0,51	0,62	0,64	0,87	0,91	29,14	24,52	25,11	18,01	39,33	21,05
Electrico	CEPU	0,94	0,93	1,09	0,89	0,99	0,87	7,02	7,43	9,13	6,71	8,29	7,51
	CECO	1,15	0,97	1,13	1,07	1,31	1,15	11,74	10,42	11,51	9,87	10,40	9,32
Otros	ALPA	0,23	0,26	0,34	0,40	0,60	0,46	13,85	-152	-	84,99	221,65	22,87
	CELU	0,28	0,58	0,43	0,35	0,41	0,62	-0,92	-0,71	-	-	-	-
	LEDE	0,55	0,60	0,67	0,64	0,72	0,60	10,56	28,76	30,59	18,26	19,71	17,04
	CEI	0,83	0,97	1,08	0,92	1,20	1,03	10,40	11,59	14,34	10,41	13,31	14,78

FUENTE Instituto de Investigaciones Económico - Financieras y del Mercado de Capitales - Bolsa de Comercio de Córdoba.



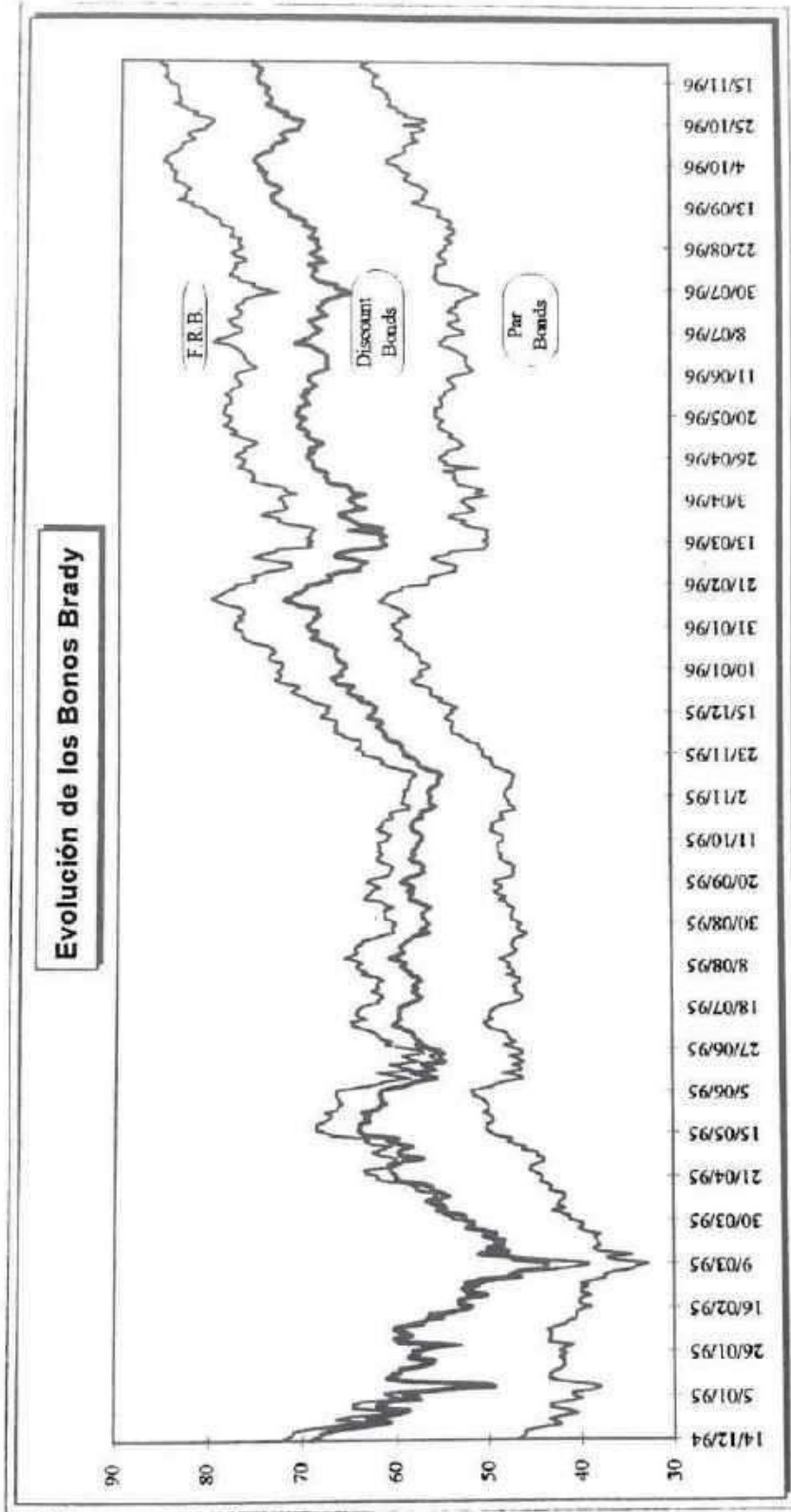


Gráfico 7.6 Las AFJP comparadas con otras variables económicas



Fuente: Fundación Capital y Superintendencia de Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones

Gráfico 7.7

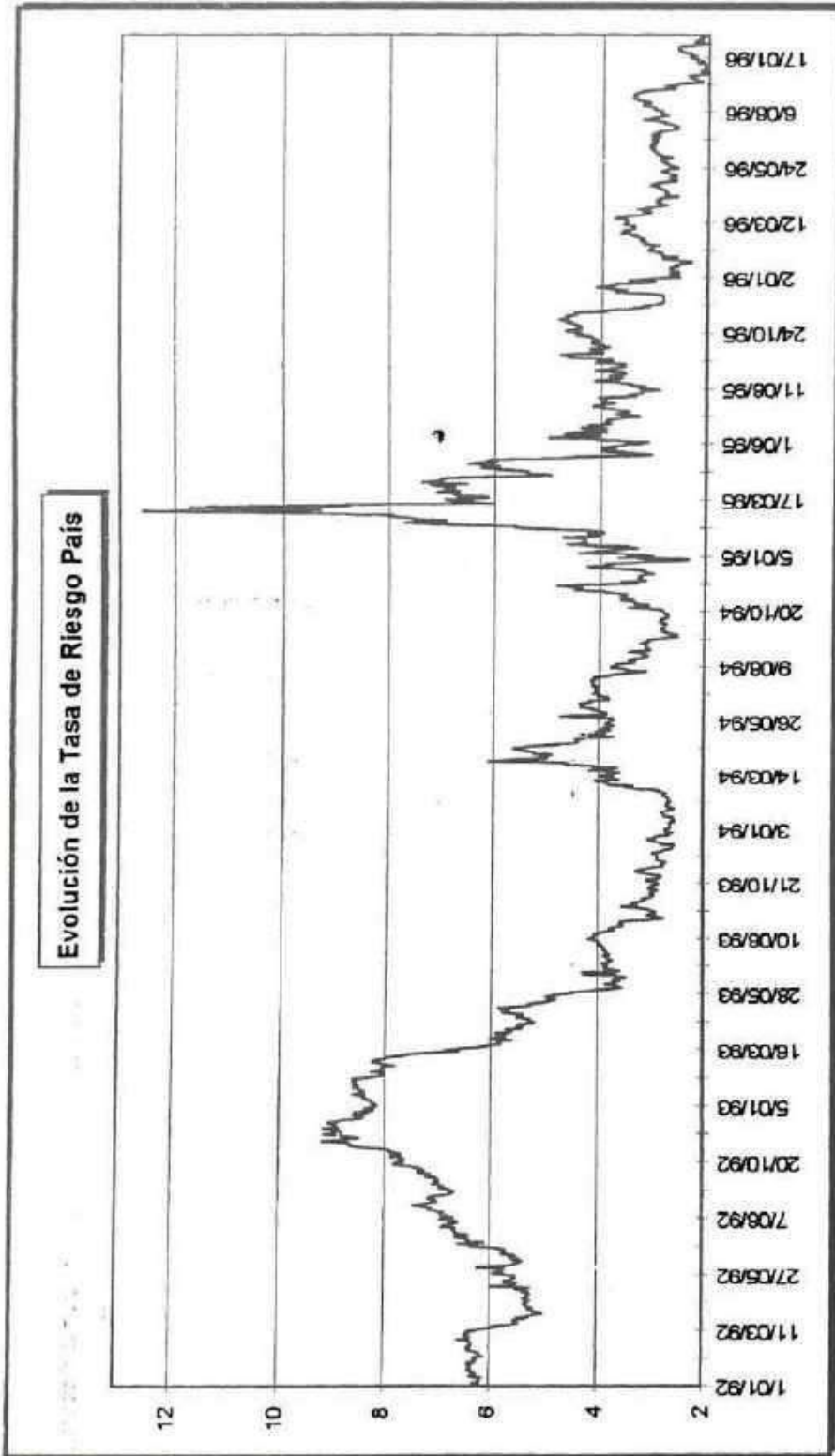


Fuente: Instituto de Investigaciones Económico - Financieras de la Bolsa de Comercio de Córdoba.





Gráfico 7.8



Nota: Diferencia entre la TIREA Bonex 89 y Libor a 180 días.
Fuente: Diario Ambito Financiero y Carta Económica.

