

I. LA ECONOMIA ARGENTINA

I CONTEXTO ECONOMICO

El crecimiento económico de nuestro país en el período 1991-1997 alcanzó un promedio del 6,0% anual acumulado, cifra que, para siete años seguidos, sólo es superada a comienzos del presente siglo¹ y que coloca a la Argentina dentro del grupo de países con mayor aumento del PBI en el contexto internacional. Dicho crecimiento en el nivel de actividad se logró a pesar de la crisis regional producida a partir de la devaluación mexicana de diciembre de 1994 y los inconvenientes derivados de los cambios estructurales pendientes en nuestra economía (ver cuadro 1.1).

Un comportamiento similar en las últimas décadas puede observarse durante los once años comprendidos entre 1964 y 1974, en los cuales el PBI creció a un ritmo del 5,0% anual acumulado.

La expansión de ese período muestra que, aun bajo condiciones más desfavorables que las actuales, la economía argentina pudo crecer en forma sostenida durante más de una década. Además, en aquella ocasión, el crecimiento fue impulsado por el consumo interno en el contexto de una economía cerrada y sustitutiva de importaciones, con un mercado más pequeño que el actual, sin las perspectivas que otorga la zona de libre comercio del Mercosur y la continuidad del proceso de integración regional.

Cuadro 1.1: Evolución de los componentes de la demanda agregada.
(Tasa de crecimiento promedio anual acumulada, en %)

| Períodos | PBI | Consumo | Inversión | Exportaciones |
|----------|-----|---------|-----------|---------------|
| 1964-74 | 5,0 | 4,8 | 6,7 | 3,2 |
| 1991-97* | 6,0 | 6,3 | 16,2 | 7,4 |

* Año 1997 estimado.

Fuente: Elaboración propia en base a BCRA, Subsecretaría de Programación Macroeconómica y IERAL.

También debe señalarse que, si bien es cierto que el crecimiento observado en el período 1991-97 tiene como punto de partida un bajo nivel de actividad, influenciado por la crisis hiperinflacionaria de 1989-1990, dicha recuperación se produjo en el marco del funcionamiento de las instituciones democráticas, acompañada por profundos cambios en la estructura económica y con una tasa de aumento de las inversiones dos veces y media superior a la que

¹ Ver gráfico 2.1 del capítulo 2. Nivel de Actividad.



prevaleció en el período 1964-1974. De acuerdo a estos antecedentes, es probable que Argentina pueda continuar creciendo a tasas promedio tan elevadas como las que se mencionaron, si se persiste en mantener y mejorar el marco institucional y económico actual.

Con el propósito de visualizar las perspectivas de nuestra economía, se esbozarán a continuación algunos rasgos de la evolución de la misma en los últimos siete años, enfatizando aquellos elementos que la distinguen respecto a experiencias anteriores.

Se comenzará con el análisis del sector externo, señalando que el valor FOB de las exportaciones de mercaderías prácticamente se duplicó durante el período 1990-97, aumentando las exportaciones de manufacturas de origen agropecuario e industrial en porcentajes similares. Asimismo, el coeficiente que mide el grado de apertura de la economía creció un 50%.

Resulta interesante mencionar que, dicha evolución fue acompañada por un incremento en el número de empresas exportadoras que sumaban 6.545 en el año 1988 y aumentaron a 11.081 en el año 1996². Dentro de ese grupo de empresas, el conjunto de las pequeñas y medianas exportadoras, definidas como aquellas que tuvieron ventas al exterior menores a US\$ 2 millones anuales, facturaron en el año 1996 alrededor de US\$ 1.800 millones, aumentando un 130% las ventas respecto a los US\$ 780 millones alcanzados en 1986.

Por otra parte, se observó una paulatina diversificación de los productos exportados. En 1985, las diez principales categorías en las que se clasifican los mismos representaban el 82% del valor total de las ventas al exterior, mientras que en 1996, dicho porcentaje alcanzó sólo el 70%.

Tal como se observa en el cuadro 1.2, en relación al tipo de cambio real, una primera aproximación podría llevar a concluir que luego de siete años de tipo de cambio fijo, se está manifestando hoy un cierto atraso cambiario. Sin embargo, cuando se utiliza la diferencia de productividad entre los sectores de bienes transables y no transables como corrector de su evolución, se observa que la competitividad de la relación cambiaria no se deterioró.

Con referencia a la inversión bruta interna, es importante mencionar que en los últimos siete años la misma aumentó un 186%, o sea, el equivalente a un crecimiento anual de 16,2% acumulado.

A modo de ejemplo del progreso alcanzado, puede señalarse que en la década de 1970, el ahorro corriente de las empresas públicas financiaba apenas el 15% de la inversión realizada por las mismas, mientras que en la siguiente, la característica principal fue el desahorro³. Hoy, la situación se ha revertido y las empresas privatizadas financian sus planes de inversión en un alto porcentaje con recursos propios.

Por otra parte, la inversión extranjera directa alcanzó en 1996 alrededor de US\$ 4.300 millones, o sea unas siete veces más que el promedio observado durante la década de 1980. De acuerdo a las estimaciones preliminares para el corriente año, Argentina se transformará en uno de los países que recibirá el mayor volumen de inversiones extranjeras directas per capita en el mundo.

Vale la pena señalar que, si bien el esfuerzo realizado es muy significativo, apenas alcanza por el momento a reparar parcialmente el enorme deterioro producido por la falta de inversiones durante las últimas décadas. Por ejemplo, el stock de equipos durables de producción, conformado por equipos de transporte y maquinaria y equipos, mostró una fuerte tendencia decreciente entre 1982 y 1990, arrojando como saldo de la década de 1980 una caída del 27%. A partir de 1991, se inicia una tendencia creciente a tasas del 3,9% anual, permitiendo que se alcancen en la actualidad niveles similares a los existentes en 1980. A pesar de ello, el stock per cápita del año 1997 es aproximadamente un 30% inferior al registrado a comienzos de la década pasada⁴.

² Estimación efectuada en base a Administración Nacional de Aduanas y CEPAL.

³ «La programación de la inversión pública en Argentina», FIEL, 1996.

⁴ CEP, Informe Económico N° 3, julio de 1997.



Cuadro 1.2: Argentina. Tipo de Cambio Real Observado (T.C.R.O.) y Competitividad.

| Período | T.C.R.O. Índice Base 1991: 100 | Productividad Bienes Transables* (var. % s/año anterior) | Productividad B. no Transables* (var. % s/año anterior) | Índice de Competitividad Índice Base 1991:100 |
|---------|--------------------------------------|---|--|--|
| 1991 | 100,0 | | | 100,0 |
| 1992 | 84,9 | 2,6 | 10,5 | 78,8 |
| 1993 | 78,0 | 10,8 | 0,5 | 79,8 |
| 1994 | 75,3 | 14,6 | 9,1 | 81,0 |
| 1995 | 78,5 | 4,1 | -0,5 | 88,3 |
| 1996 | 81,2 | 9,3 | 6,0 | 94,2 |
| 1997** | 81,2 | | | 97,0 |

* Calculado en base a productividad por obrero.

** Estimado.

Fuente: En base a «Las Claves de la Competitividad.», Revista IDEA N° 198, Adolfo Sturzenegger y Norberto Sosa.

Sin dudas, el daño ocasionado al país por la postergación de las inversiones durante tanto tiempo no se reparará fácilmente. A pesar de ello, comienzan a observarse ciertas mejoras, sustentadas en la calidad y en la orientación de las mismas. En algunas oportunidades, la importancia de estas inversiones no es apreciada por completo. Tal es el caso de la profundidad de las vías navegables argentinas, que en 1991 eran inferiores a las registradas en 1970 (con excepción de Bahía Blanca y Quequén). La privatización del dragado del río Paraná hasta Puerto San Martín/San Lorenzo garantiza hoy un mínimo de 32 pies de profundidad y se espera llegar al año 2000 con 36 pies.

Los aumentos de la productividad y la recuperación en los niveles de inversión mencionados anteriormente, provocaron la disminución del denominado costo argentino. A lo largo de la presente edición del Balance de la Economía Argentina, se describirán con mayor detalle algunos ejemplos sobre este tema.

Un caso paradigmático es el del sector energético. Entre 1990 y 1996 la producción de petróleo aumentó un 62% y las reservas comprobadas un 64,8%. Asimismo, la producción de gas se incrementó un 27% y la generación de electricidad un 46,5%. Según fuentes del sector privado, se espera que las inversiones en el sector petrolero alcancen los 2.300 millones de dólares anuales en el período 1998-2000³.

En el caso de la energía eléctrica, el nuevo esquema de organización del mercado permitió, no sólo aumentar substancialmente la oferta, sino también reducir el costo de la energía e incrementar la disponibilidad del parque térmico, que en 1990 se encontraba disponible sólo en un 69% de su potencia instalada.

Esto se tradujo en una disminución de los precios. Por ejemplo, en el período comprendido entre julio de 1991 y julio de 1997, las tarifas promedio de electricidad cobradas por EDENOR se redujeron en un 49% y en un 19,5%, para los consumos típicos de baja y alta tensión, respectivamente.

Otro caso interesante es el del transporte de mercaderías. A partir del proceso de integración regional, privatizaciones y desregulación, se observa una reducción en el costo del transporte, medida a través del porcentaje que representan los ingresos y gastos por transporte incluidos en el Balance de Pagos en relación al valor de las exportaciones e importaciones FOB.

Dicho porcentaje disminuyó durante el período 1992-1995 en promedio un 27% en Argentina, mientras que en el resto de los países de la región austral de América del Sur, aumentó significativamente. Esto se explica tanto por la reducción de las distancias hasta los mercados a los que se dirige nuestro comercio exterior y la mejor accesibilidad a nuestros puertos, como por la disminución del costo operativo de los mismos que, entre 1991 y 1995, se redujo en alrededor de un 50%.

El total de la producción de granos, estancada durante tantos años, alcanzó en la campaña agrícola 1996/97 un volumen de 53,1 millones de toneladas, cifra un 93% más alta que la registrada en el año agrícola 1988/1989. En el período 1990-1996, el consumo aparente de fertilizantes aumentó en un 576% y el de herbicidas líquidos en un 526%, incrementos calculados en base a un consumo inicial muy reducido. Los aumentos en las restantes inversiones del sector también resultaron importantes.

Otras actividades, tales como la minería, que en las últimas décadas tuvieron una participación poco relevante en la oferta global, se proyectan hacia el futuro con un gran dinamismo. Se estima que, durante el año 2000, las exportaciones de productos mineros alcanzarán alrededor de US\$ 1.100 millones, con un efecto multiplicador favorable sobre algunas regiones postergadas del interior del país.

La importante reducción de costos en diversos sectores, tales como los mencionados en los párrafos anteriores, junto a mejores condiciones fiscales, monetarias y cambiarias, permitieron que Argentina se transformara durante el año 1997 en uno de los países con menor inflación en el mundo. Esto le permitió encuadrar su política económica en un conjunto de parámetros reconocidos internacionalmente como los más adecuados para defender el valor de una moneda, tales como la mayoría de los criterios de Maastricht, establecidos por los países miembros de la Unión Europea.

En cuanto al sistema financiero, debe señalarse que el crédito total representaba a fines del año 1991 el 16,5% del PBI, previéndose que alcance a fines del corriente año el 24,5%. En el mismo período, la capitalización bursátil aumentó del 9,2% del PBI al 15,1%. El stock del crédito con garantía hipotecaria, que en marzo de 1991 era de \$ 2.660 millones, hoy supera los \$ 12.000 millones.

A pesar del buen desempeño observado en las variables mencionadas anteriormente, a partir del año 1993 comenzó a producirse un fuerte aumento en la tasa de desocupación. Si bien es cierto que la misma reflejó por primera vez el desempleo oculto (aquella parte de la población que no busca trabajo desalentada por las condiciones del mercado laboral), así como el desempleo disfrazado (empleo en ocupaciones de muy baja productividad), durante el período mencionado la creación de nuevos puestos de trabajo fue muy lenta. Recién durante el último año esa tendencia parece estar modificándose.

Asimismo, a partir de 1995 comenzó a percibirse un cambio en la tendencia de los indicadores que mostraban una mejora en la distribución del ingreso lograda con posterioridad al período hiperinflacionario.

Por otra parte, hacia el tercer trimestre de 1994, el significativo superávit primario del Sector Público Nacional no Financiero que se había logrado con las primeras medidas fiscales del plan de convertibilidad, prácticamente desapareció. Durante el mismo período, se apreció una marcada tendencia hacia un incremento del saldo negativo de la cuenta corriente de la Balanza de Pagos alcanzando, en términos corrientes, el 3,5% del PBI durante ese año. Nuevamente, ambos indicadores volvieron a manifestar la dependencia del ahorro externo que muestra la economía argentina, especialmente cuando se acelera el nivel de actividad⁶.

⁵ «El Economista», 3 de octubre de 1997, pág. 8.

⁶ Ver «Balance de la Economía Argentina en 1995», Instituto de Investigaciones Económicas Bolsa de Comercio de Córdoba, pág. 4.



En el cuadro 1.3 se puede apreciar la insuficiencia del ahorro bruto nacional para hacer frente a la inversión bruta interna fija que, expresada en términos del PBI, aumentó prácticamente al doble su participación porcentual en sólo siete años.

Los datos con los que se obtuvieron los indicadores del cuadro han sido estimados a valores constantes, por lo tanto reflejan cuál hubiera sido el déficit de la balanza comercial en el supuesto que la relación de los términos del intercambio correspondiera al año 1986. Sólo el mejoramiento substancial de los mismos permitió financiar el fuerte aumento de las inversiones.

Cuadro 1.3: Balance Comercial de Bienes y Servicios, Ahorro e Inversión.
(Según nueva metodología del Balance de Pagos)
(en % del PBI, a precios constantes de 1986)

| Año | Ahorro Bruto Nacional | Ahorro Externo | Balance Comercial de Bienes y Serv. | Inversión Bruta Interna Fija |
|---------|-----------------------|----------------|-------------------------------------|------------------------------|
| 1980-89 | 19,1 | 0,9 | 1,0 | 19,3 |
| 1990 | 18,3 | -4,9 | 6,9 | 13,4 |
| 1991 | 16,0 | 0,0 | 1,6 | 15,9 |
| 1992 | 14,4 | 4,8 | -4,0 | 19,3 |
| 1993 | 15,7 | 5,3 | -5,4 | 21,0 |
| 1994 | 17,3 | 6,3 | -6,7 | 23,6 |
| 1995 | 18,9 | 1,8 | -2,4 | 20,7 |
| 1996 | 19,1 | 2,4 | -3,9 | 21,5 |
| 1997* | 20,7 | 4,6 | s/d | 25,3 |

* Estimado en base a Carta Económica y Secretaría de Programación Económica.

Fuente: En base a «Las Cuentas Nacionales desde otra perspectiva», Ricardo López Murphy, 1° de octubre de 1997 y Carta Económica, Estudio M.A.M Broda y Asoc.

Los problemas de desempleo, distribución del ingreso y aquellos derivados de la insuficiencia del ahorro bruto interno que se acaban de mencionar, no son los únicos que enfrenta el país para consolidar el desarrollo económico y social alcanzado hasta el momento. Por primera vez en muchos años, adquieren mayor relevancia en el análisis económico, aquellos factores cuyo tratamiento quedó relegado por las urgencias derivadas del desorden en la organización económica y social de las décadas anteriores.

Ellos son, entre otros, la debilidad de nuestras instituciones, la falta de una profunda reforma del sector público, los niveles de corrupción y evasión impositiva, las deficiencias en el sistema educativo y de salud, y el enorme atraso en el desarrollo de la infraestructura física y social. A nivel de las economías provinciales, no resulta menos preocupante la distorsión en la distribución de los recursos públicos introducida por el actual régimen de coparticipación federal y los desequilibrios regionales producidos por los regímenes de promoción industrial aplicados en algunas provincias.

También es necesario continuar fortaleciendo el sistema financiero. Uno de los objetivos más importantes a alcanzar es la reducción de la proporción de préstamos insolventes, especialmente en los bancos oficiales. En el mercado de trabajo, es conveniente estructurar una legislación laboral más flexible para prevenir el desempleo⁷. Entre otras medidas se requiere

⁷ J.L. Bour, «El Economista», 31 de octubre de 1997.



instrumentar la descentralización a nivel de plantas de la negociación laboral, la liberación del sistema de salud y una mayor reducción de los impuestos al trabajo.

Es indudable que las iniciativas para corregir los problemas pendientes no pueden demorarse. El rápido aumento en los flujos de fondos internacionales, exige que las correcciones sean cada vez más rápidas y profundas, ya que los mismos frecuentemente actúan no sobre los problemas económicos, sino sobre las tendencias que los preanuncian. Se estima que hace una década, el mercado cambiario internacional sumaba transacciones diarias de alrededor de US\$ 190.000 millones y que en la actualidad dicha cifra alcanza US\$ 1.200.000 millones, o sea seis veces más. Asimismo, en 1990 el total de los flujos de fondos del sector privado hacia los mercados emergentes era de US\$ 50.000 millones mientras que en 1996, dicha cifra alcanzó los US\$ 336.000 millones, o sea un incremento también de seis veces.⁸ Si bien es cierto que dichos flujos de fondos rara vez superan el 4-5% del PBI de un país en desarrollo considerado individualmente⁹, su impacto como indicador de la situación económica es determinante en el comportamiento del conjunto de las restantes variables.

Las consecuencias de los cambios mencionados no necesitan ser descriptas en este contexto, ni tampoco es necesario indicar la inutilidad de cualquier intento por evitarlas con medidas que impliquen cerrar la economía aislándola del resto del mundo.

A pesar de las dificultades mencionadas, la economía argentina se encuentra en condiciones de lograr un importante crecimiento en el largo plazo sustentado en las reformas económicas implementadas durante los últimos años y con la ventaja de poder actuar en un marco de referencia internacional, que si bien es más exigente que el anterior, simultáneamente nos otorga más oportunidades. Los países que en el pasado siguieron el mismo camino que Argentina, alcanzaron un crecimiento no menor al 6% anual durante un par de décadas¹⁰.

Una de las ventajas con que cuenta el país para enfrentar su futuro es la creciente demanda, por parte de una economía internacional cada vez más integrada, de los recursos naturales que dispone. La globalización no es un fenómeno nuevo en nuestra experiencia histórica. En realidad, fue el marco de referencia en el que se desarrolló la economía argentina a partir de la segunda mitad del siglo XIX. Durante la vigencia del mismo se incorporó al país una importante corriente inmigratoria y se recibieron significativas inversiones extranjeras. El adecuado aprovechamiento del contexto internacional, permitió que el PBI real del país creciera a una tasa media anual de por lo menos el 5%¹¹ durante los cincuenta años que precedieron a la Primera Guerra Mundial.

A partir de la década de 1930, el cierre de la economía y la política de sustitución de importaciones, no sólo agravaron el impacto de los acontecimientos externos adversos sino que condenaron al país a un crecimiento promedio muy reducido y altamente volátil debido a la inviabilidad del sistema económico elegido.

Crecer a tasas anuales superiores al 5% o 6%, implica realizar un gran esfuerzo de inversiones y encontrar el financiamiento para poder llevarlas a cabo.

En ese sentido, la elevada correlación entre la Inversión Bruta Fija y las Importaciones, que se observó durante el transcurso del presente siglo, no sólo explica las recurrentes crisis de la

⁸ Ver "Capital goes global", The Economist, 25 de octubre de 1997 y el capítulo 7. Mercado de Capitales.

⁹ Un déficit de cuenta corriente de la Balanza de Pagos superior a un 4% no es sostenible más allá de un corto período de tiempo tal como lo experimentó México en 1994 y los países del sudeste asiático en 1997.

¹⁰ J. Llach, "Los 'déficit gemelos' pueden frenar el crecimiento"; El Cronista, 22 de setiembre de 1997.

¹¹ Ver C.F. Díaz Alejandro (1970), "Ensayos sobre la historia económica argentina".

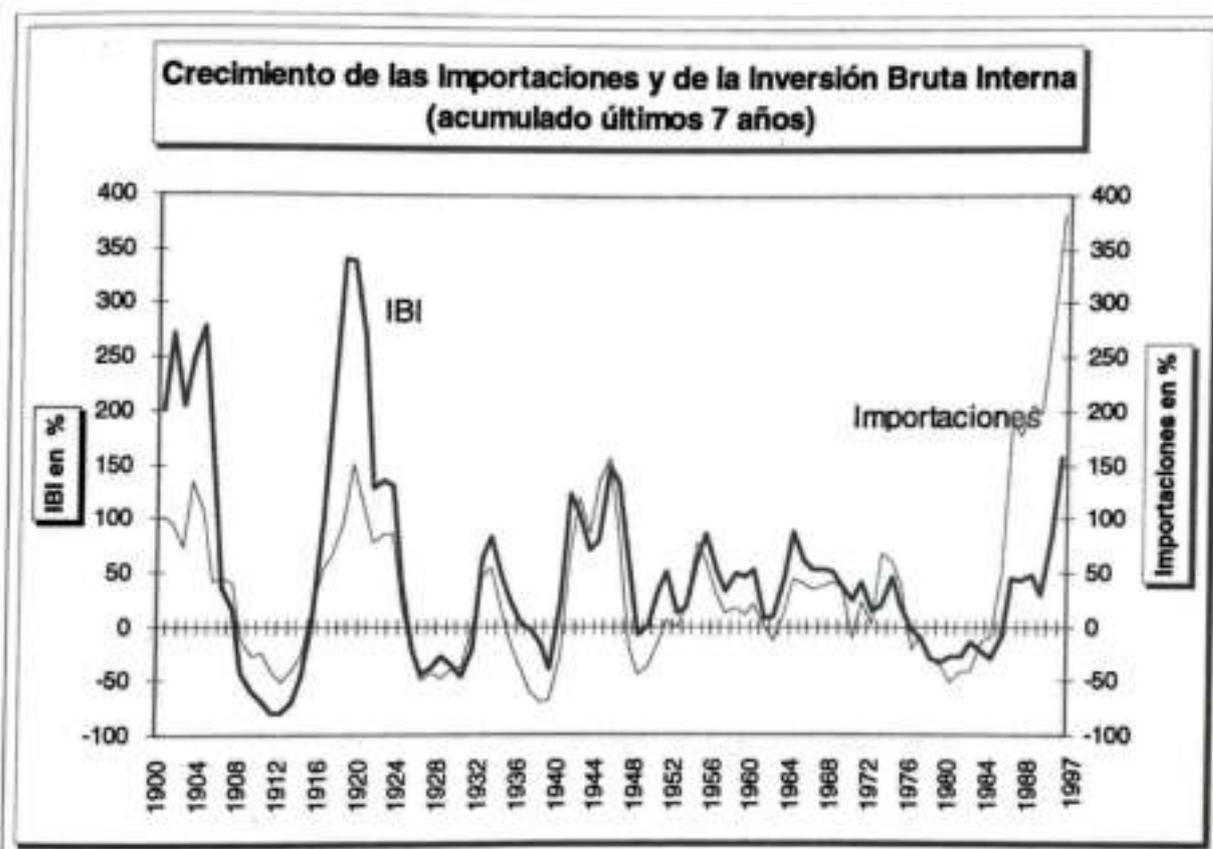


Balanza de Pagos, sino que constituye uno de los principales desafíos para la organización económica argentina de los próximos años (ver gráfico 1.1).

Si se tiene en cuenta la fuerte disminución del stock de equipos durables de producción, que se observó durante la década de 1980 y que las inversiones son cada vez más intensivas en bienes de capital de alta tecnología no producidos en el país, es probable que en el futuro la tasa de crecimiento de las importaciones sea superior al aumento de la inversión.

Por este motivo, debería prestarse especial atención a todos aquellos aspectos que puedan favorecer un fuerte crecimiento de las exportaciones. Como se verá en los capítulos siguientes, donde se trata la economía de la región central del país, impulsar las exportaciones requiere una concepción diferente del desarrollo para alcanzar un mejor aprovechamiento de los recursos disponibles.

Gráfico 1.1:



Nota: El gráfico fue construido acumulando las tasas de crecimiento de las inversiones e importaciones para los últimos siete años.

Fuente: Elaboración propia en base a INDEC.

Por último, es importante reiterar que si bien la economía argentina tiene excelentes posibilidades de crecimiento en una perspectiva de largo plazo, debe tratar de aprovechar al máximo su potencial evitando la volatilidad que la caracterizó en el pasado. Uno de los principales escollos para alcanzar ese objetivo es el creciente déficit en la cuenta corriente de la Balanza de Pagos, que difícilmente pueda sostenerse en los próximos años.

Las alternativas más probables a enfrentar son bastante conocidas, o bien una considerable recesión para corregir la tendencia en un contexto económico e institucional que ha disminuido sensiblemente la dinámica de sus reformas estructurales, o el reinicio de las mismas, con la idea de continuar recibiendo inversiones extranjeras durante un largo período, en el cual el déficit mencionado pueda coexistir con tasas elevadas de crecimiento. Experiencias tales como las de Canadá y Singapur señalan que, dentro de ciertos límites, esto es posible.

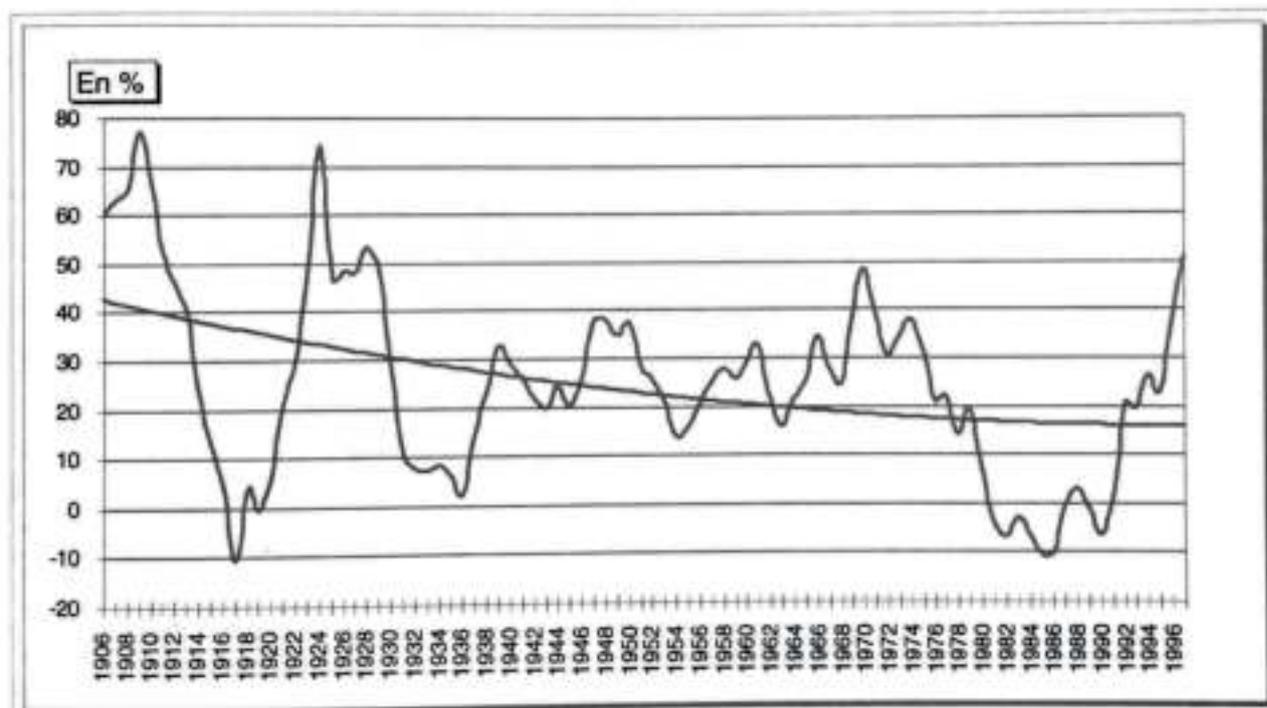


2 NIVEL DE ACTIVIDAD

2.1. El Crecimiento de Argentina en el período 1900 -1997

Tal como fue mencionado en el capítulo anterior, el crecimiento del PBI argentino acumulado durante siete años seguidos, alcanzó su máximo durante el período posterior a la primera guerra mundial, en los años 1970 y 1997 con un aumento acumulado de 48,4% y 50,9% respectivamente.

Gráfico 2.1: Crecimiento del PBI en Argentina. (% acumulado en los últimos siete años de la serie)



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

1900-1934: «El Desarrollo Económico Argentino» CEPAL (mimeografiado). Sgo. de Chile, 1958.

1934-1945: «Producto e Ingreso de la República Argentina en el período 1935-1954» Secretaría de Asuntos Económicos», 1955.

1945-1955: «El Desarrollo Económico Argentino», CEPAL (mimeografiado). Sgo. de Chile, 1958

1955-1975: «Sistemas de Cuentas del Producto e Ingreso de la Rep. Argentina», BCRA, 1975.

1975-1996: «Estimaciones Trimestrales de Oferta y Demanda», BCRA.

1997: El PBI para 1997 fue calculado suponiendo un incremento del 7,8% respecto a 1996.



En el gráfico 2.1 se aprecia que, luego de obtenerse uno de los máximos valores de la serie en 1970, se produjo una estrepitosa caída durante los siguientes 15 años, alcanzándose más del 10% de decrecimiento acumulado del PBI en 1985, prácticamente coincidente con el otro mínimo de la serie, el cual se remonta a 1917.

2.2. La evolución de los principales componentes del PBI en los últimos años

El PBI argentino de 1997 puede crecer alrededor de un 7,8% respecto a 1996, 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.

En el cuadro 2.1 puede observarse que, todos los componentes del PBI se han recuperado con respecto a los valores de 1995, destacándose especialmente las inversiones. En cuanto a las exportaciones, se observa un menor crecimiento, aunque debe señalarse que las mismas se caracterizan por fuertes incrementos escalonados. La excelente perspectiva para el cultivo de la soja durante el corriente año agrícola, junto con la puesta en marcha de importantes proyectos mineros y energéticos, hacen posible que en los próximos años se produzca un fuerte incremento de las ventas externas.

Cuadro 2.1: Producto Bruto Interno y sus componentes (Variaciones reales anuales a pesos de 1986)

| Concepto | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997(P) |
|---------------|-------|-------|-------|--------|-------|---------|
| PBI | 10,3% | 6,3% | 8,5% | -4,6% | 4,3% | 7,8% |
| Consumo | 13,3% | 5,7% | 6,9% | -6,19% | 5,3% | 6,2% |
| IBI | 33,5% | 16,0% | 21,8% | -16,3% | 8,3% | 27,1% |
| Exportaciones | 2,1% | 2,4% | 15,9% | 22,7% | 6,5% | 9,3% |
| Importaciones | 66,5% | 13,4% | 22,5% | -11,6% | 16,8% | 25,9% |

(P) Proyectado

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

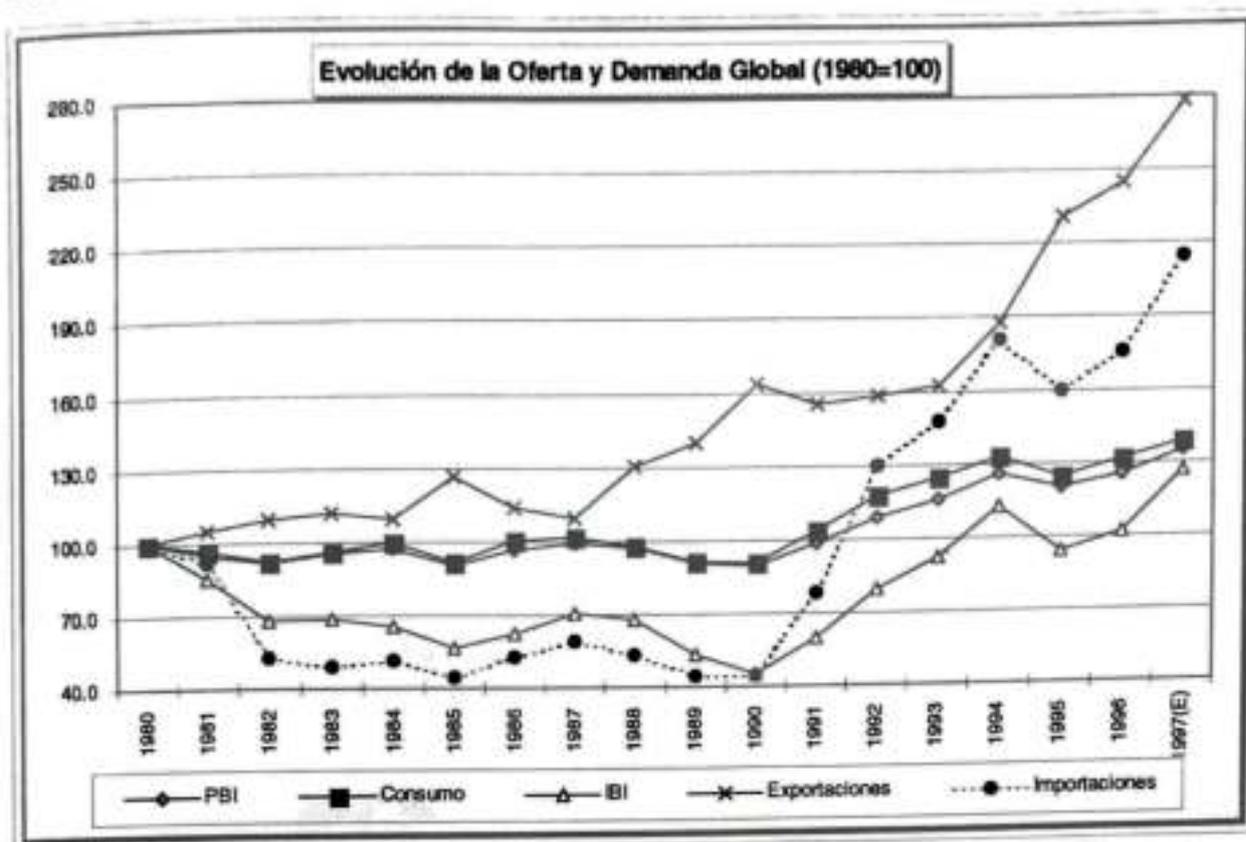
Debido a la importancia de los cambios de tendencia observados, es conveniente detenerse en el análisis de la evolución de cada una de estas variables en el período 1980-1997, tal como se refleja en el gráfico 2.2 de la página siguiente.

El análisis de la trayectoria de los componentes de la demanda agregada desde 1980, señala que el incremento de las exportaciones fue más del doble del observado en el PBI y en el Consumo. Esto 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 parece avanzar con fuerza propia.

Tal como fue expresado en las ediciones anteriores del Balance, el volumen de las inversiones en 1990 alcanzó sólo a representar el 50% de los valores que había tenido en 1980, y sólo un tercio del nivel correspondiente a 1994, reflejando uno de los tantos aspectos adversos de la alta inflación y de la inestabilidad derivada de la misma.



Gráfico 2.2:



Fuente: En base a Secretaría de Programación Económica y estimaciones propias.

2.3. Análisis de la oferta por sectores

Como se aprecia en el cuadro 2.2, durante 1997, el sector más dinámico fue el de construcciones, impulsado por el desarrollo del crédito hipotecario, la titulización y un mayor nivel de confianza respecto a las posibilidades de alcanzar un entorno económico que no repitiera las crisis de la década de 1980. A pesar de ello, el crecimiento regional fue bastante dispar debido a la mala distribución de los fondos para obra pública y las distorsiones que introdujeron los regímenes impositivos y la falta de desregulación de los servicios profesionales en distintas provincias. Lamentablemente, tal como se verá en el caso de la provincia de Córdoba, esta situación lejos de corregirse, se agrava.

Las inversiones extranjeras directas, impulsaron el sector Minas y Canteras que tiene excelentes perspectivas de mejorar las condiciones de desarrollo de varias provincias ubicadas sobre la Cordillera de los Andes.

Otro sector que se destaca es Establecimientos Financieros, el cual ingresa en una etapa en donde la orientación de las inversiones extranjeras directas cambia hacia otros rubros distintos a las actividades primarias y de la construcción, tal como se produjo hace varios años en el sudeste asiático.



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

| Concepto | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997(E) |
|--------------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|---------|
| Producto Bruto Interno | 10,3% | 6,3% | 8,5% | -4,6% | 4,3% | 7,8% |
| Productores de mercadería: | | | | | | |
| 1. Agricultura, Caza, Silv. y Pesca | -1,0% | 3,1% | 6,3% | 2,3% | 1,6% | 5,8% |
| 2. Minas y Canteras | 11,1% | 10,0% | 8,8% | 6,7% | 8,1% | 7,0% |
| 3. Industria Manufacturera | 10,2% | 5,1% | 6,2% | -7,0% | 5,2% | 6,5% |
| 4. Electricidad, gas y agua | 8,7% | 10,5% | 9,5% | 5,6% | 4,8% | 4,5% |
| 5. Construcciones | 16,9% | 11,2% | 15,1% | -10,9% | 11,0% | 23,0% |
| Productores de Servicios: | | | | | | |
| 6. Comercios, Restaurantes y Hoteles | 14,4% | 4,2% | 8,5% | -7,9% | 4,5% | 5,6% |
| 7. Transporte, Almac. y Comunicac. | 12,8% | 5,5% | 9,6% | 0,2% | 5,8% | 6,0% |
| 8. Est. Financ., Seguros y B. Inm. | 9,6% | 9,2% | 13,1% | -0,2% | 5,5% | 8,7% |
| 9. Serv. Comunales, Sociales y Pers. | 6,1% | 6,2% | 7,2% | -1,9% | 3,1% | 4,8% |

Fuente: Cuentas Nacionales. Oferta y Demanda Globales 1980-1995. Secretaría de Programación Económica. Para el año 1997 se utilizaron estimaciones propias.

2.4. Comportamiento cíclico

Es interesante también analizar las características del ciclo económico, en especial la magnitud de las recesiones y la forma en que se superan.

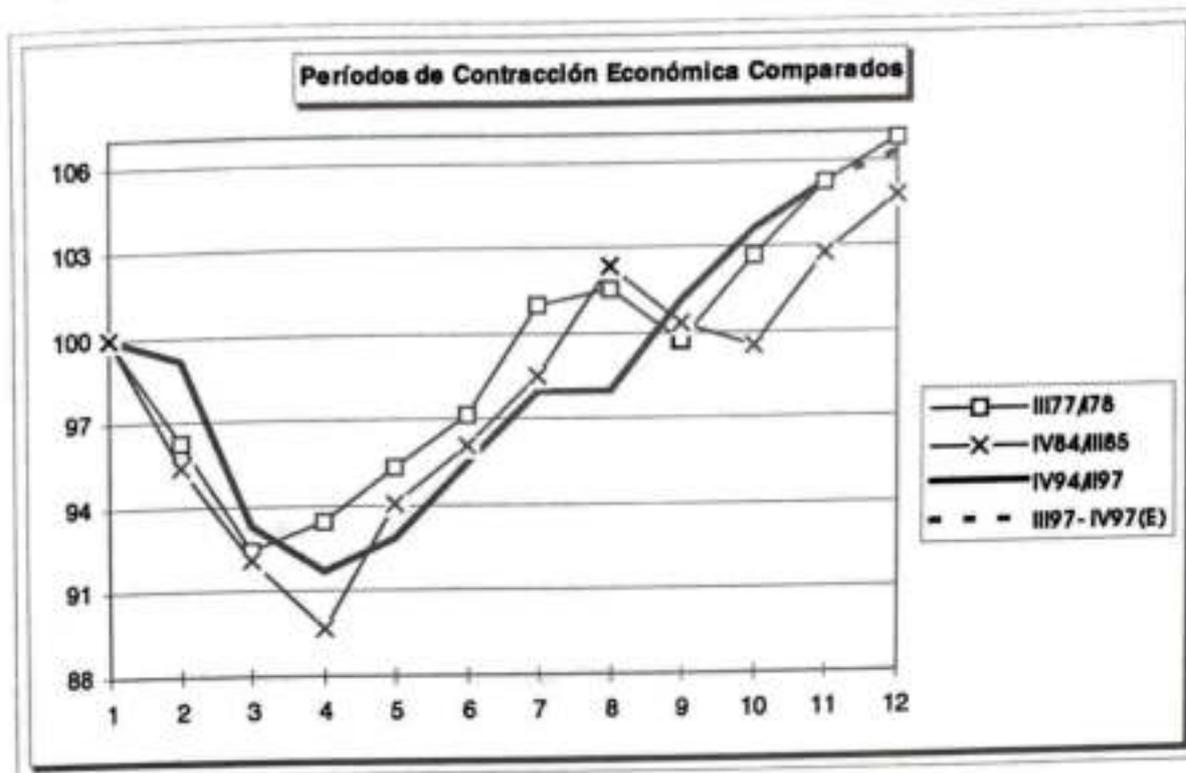
En base a una serie trimestral del PBI, empalmado las estimaciones del período 1970-1990 a precios de 1970 con el período 1990-1996 a precios de 1986, se obtuvo una sola serie desestacionalizada, donde se distinguieron dos tipos de contracciones en el nivel de actividad, según la amplitud de las mismas.

En el gráfico 2.3, 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 de 1995, es sólo una trayectoria proyectada, utilizando un modelo estadístico que de ninguna manera pretende ser un pronóstico, sino tan sólo señalar la inercia de una serie temporal en base a los comportamientos históricos anteriores.



Gráfico 2.3:



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

En el cuadro 2.3 se incluye la duración de las expansiones y 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 superan los doce 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 sólo un tenue aumento del PBI durante el período considerado.

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

Tal como puede comprobarse en el análisis del cuadro, la expansión previa a la recesión provocada por la devaluación mexicana tiene características similares a las del período I70-II75, así como el tiempo que demandó recuperar los niveles anteriores a la recesión que interrumpió la fase expansiva.

La diferencia entre ambos ciclos es que durante la década de 1990 la expansión fue substancialmente mayor a la de comienzos de la década de 1970. Asimismo, el tiempo que demandó alcanzar nuevamente el máximo del período expansivo luego de la recesión que lo interrumpió en ambos casos, fue menor en el período más reciente. Aun cuando la última recesión fue más severa.

A juzgar por estos comportamientos, la tendencia en la década actual es hacia un crecimiento más rápido y con una capacidad de recuperación mayor.



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

| Expansiones | | Contracciones | | |
|-----------------------|-------------|---------------|------------|-------------|
| Períodos | Duración | Períodos | 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 - I95 | 22 | I95 - I96 | 4 | 4 |
| I96 - IV97 | 7... | | | |
| Duración Med.: | 11.1 | | 3.5 | 10.4 |

* 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 y con el período 1964-74, para lo cual se utiliza el gráfico 2.4.

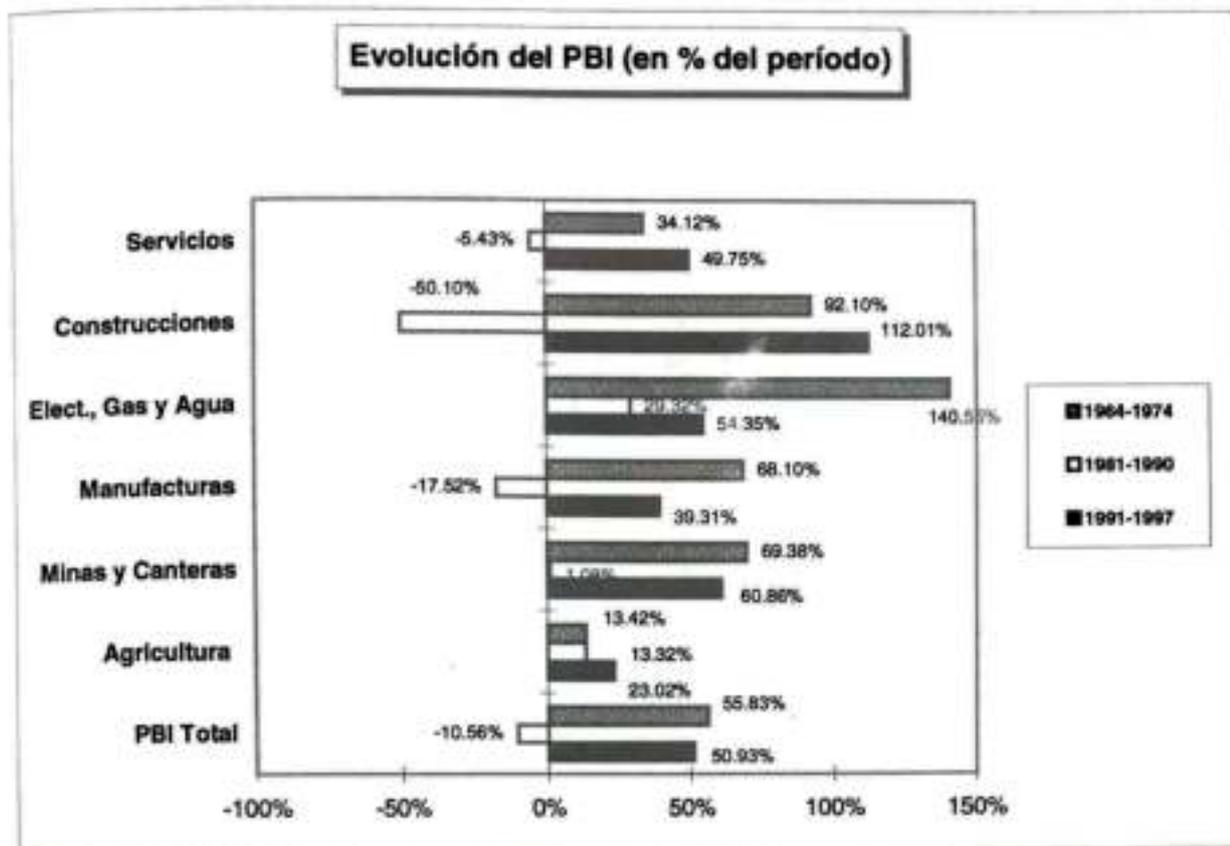
Como puede observarse, tanto el sector industrial como el de construcciones, han recuperado con creces durante los primeros siete años de la presente década lo que habían perdido durante los diez años de la anterior.

Sin embargo, para que dicho comportamiento no sea sólo 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 cuantiosas inversiones en exploración y explotación.



Grafico 2.4:



Fuente: En base a Secretaría de Programación Económica.

2.5. Sector industrial

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

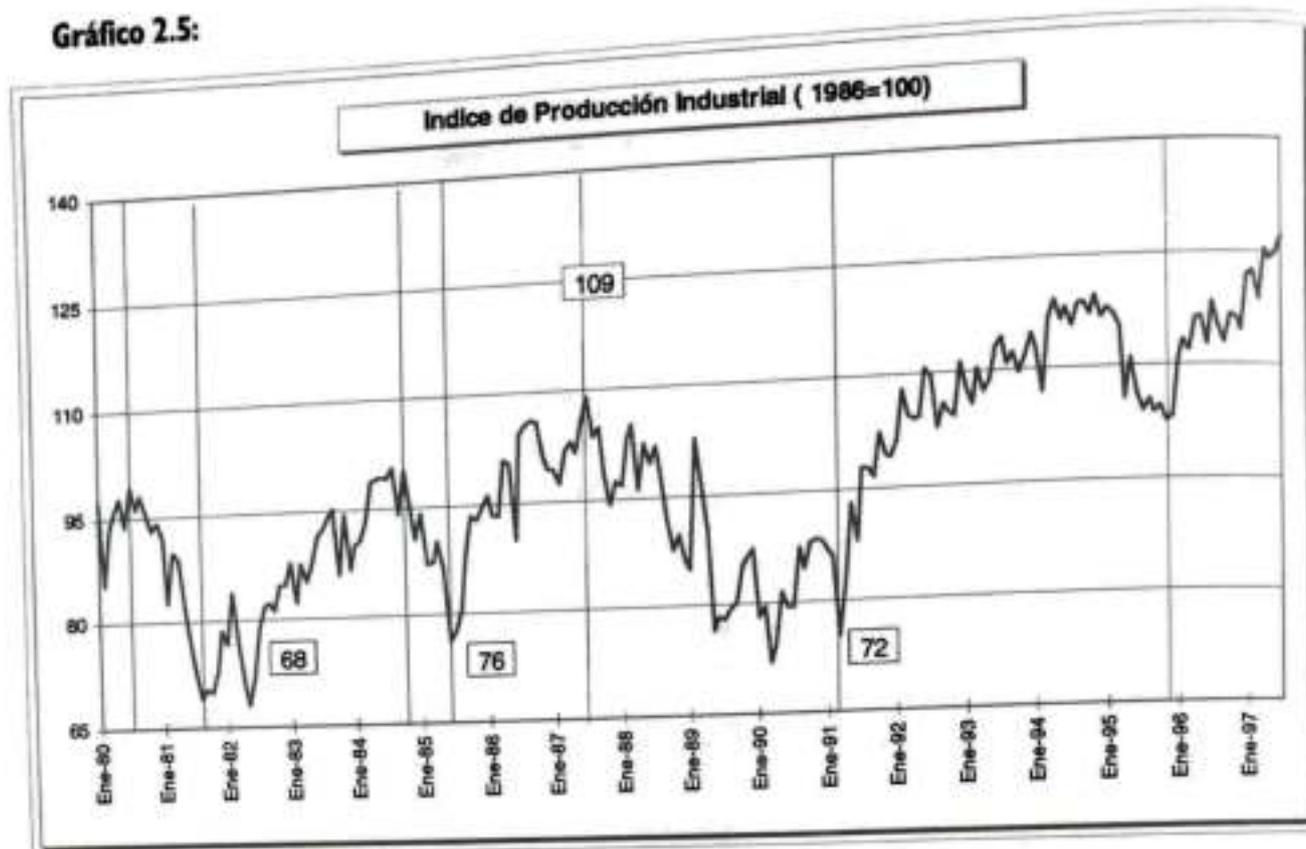
Desde el tercer trimestre de 1990 hasta los últimos meses de 1994, se había observado un aumento en el Índice de Producción Industrial. Durante 1991 se produjo un crecimiento acelerado, llegando el IPI a un valor cercano a 110, de acuerdo a la serie utilizada y que se reproduce en el Gráfico 2.5. A partir 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 industrial en la economía argentina tiene siete trimestres de crecimiento continuo, si se considera la serie desestacionalizada.

Los sectores que presentaron un comportamiento más dinámico durante los primeros nueve meses de 1997, fueron Automotores, Agroquímicos y Cemento. Los sectores que mostraron un decrecimiento fueron Insumos plásticos, Químicos Minerales, Papel y Cartón y Textiles.



Gráfico 2.5:



Fuente: Elaboración propia en base a Carta Económica.

2.6. Indicador Sintético de Servicios Públicos

El Indicador Sintético 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 1997 con los de 1996 muestra un incremento del 17,1%. Este valor es superior al registrado entre los nueve primeros meses de 1996 y 1995.



NIVEL DE ACTIVIDAD

Cuadro 2.4.

| Concepto | Unidad | Cantidad | | Variación % | | | | |
|--|------------|----------|---------|-------------|-----------|-----------|---------------------------|-------|
| | | Jul-97 | Ago-97 | Sep-97 | Ago / Jul | Sep / Ago | 9 primeros meses de 96/95 | 97/96 |
| Indicador Sintético de Serv. Públicos | x | 169,5 | 168,7 | 170,3 | -0,5 | 0,9 | 10,2 | 17,1 |
| Energía eléctrica generada bruta | GWh | 6.146 | 6.021 | 5.589 | -2,0 | -7,2 | 5,3 | 8,2 |
| Producción de gas natural | mill.m3 | 3.436 | 3.316 | 3.100 | -3,5 | -6,5 | 10,6 | 8,6 |
| Agua entregada a la red por A.A. | mill.m3 | 116,5 | 118,6 | 116,4 | 1,8 | -1,9 | 0,9 | 4,0 |
| Transporte terrestre total | mil pasaj. | 192.519 | 185.785 | 199.592 | -3,5 | 7,4 | 0,2 | -2,4 |
| Subterráneos | mil pasaj. | 20.684 | 19.426 | 21.251 | -6,1 | 9,4 | 5,6 | 10,6 |
| Omnibuses urbanos | mil pasaj. | 131.676 | 127.388 | 137.353 | -3,3 | 7,8 | -4,6 | -8,4 |
| Ferrocarriles urbanos | mil pasaj. | 39.957 | 38.797 | 40.841 | -2,9 | 5,3 | 21,8 | 11,0 |
| Ferrocarriles interurbanos | mil pasaj. | 202 | 174 | 147 | -14,1 | -15,4 | 7,9 | 0,3 |
| Aeronavegación comercial | mil pasaj. | 1.134 | 1.087 | 1.077 | -4,1 | -0,9 | 13,3 | 11,9 |
| Carga transportada por ferrocarril | mil ton. | 1.695 | 1.621 | 1.567 | -4,4 | -3,3 | 10,2 | 14,4 |
| Carga transportada por avión | ton. | 14.335 | 13.990 | 15.098 | -2,4 | 7,9 | 20,8 | 7,6 |
| Peaje (vehículos pasantes) | mil vehíc. | 7.233 | 6.923 | 6.639 | -4,3 | -4,1 | 4,7 | 15,4 |
| Líneas telefónicas instaladas | miles | 7.154 | 7.192 | 7.210 | 0,5 | 0,3 | 5,5 | 2,4 |
| Líneas telefónicas en servicios | miles | 6.591 | 6.656 | 6.698 | 1,0 | 0,6 | 5,9 | 9,5 |
| Teléfonos públicos | miles | 88 | 89 | 92 | 1,8 | 2,7 | 9,6 | 14,1 |
| Teléfonos celulares en servicio | miles | 1.295 | 1.437 | 1.587 | 11,0 | 10,4 | 36,1 | 138,0 |

Fuente: INDEC



3 FINANZAS PUBLICAS

3.1. Ingresos y Egresos Públicos

Para analizar el sistema impositivo de nuestro país, resulta interesante observar el comportamiento de la recaudación tributaria y su composición en términos del PBI para los últimos 10 años. De esta manera, se podrá apreciar cómo fue cambiando la participación relativa de cada tributo en la recaudación total, reflejando el impacto de las distintas medidas de política fiscal implementadas.

La presión tributaria, entendida como el cociente Recaudación/PBI, disminuyó desde el 17,9% en 1986 hasta el 14,8% en 1990, lo que significa una reducción de la recaudación de 3,1 puntos porcentuales del PBI (ver cuadro 3.1 al final del capítulo). Cabe destacar que esta importante disminución se puede asociar con la caída de la recaudación, principalmente por el menor nivel de actividad y por el efecto Olivera-Tanzi, es decir, por la pérdida de poder adquisitivo de los ingresos públicos como consecuencia de un elevado nivel de inflación.

A partir de 1991 y hasta 1994, la relación Recaudación/PBI aumentó 3,3 puntos porcentuales, alcanzando este último año el 20,1%. El principal motivo del incremento de la recaudación tributaria en términos del PBI radica en el incremento de las alícuotas impositivas y en un nivel de actividad creciente. En 1995 y 1996 este cociente disminuyó, debido principalmente a la reversión del ciclo económico.

En síntesis, en los últimos 10 años la presión tributaria (Recaudación/PBI) en nuestro país se ha incrementado desde el 17,9% en 1986 hasta el 18,6% en 1996. Sin embargo, en los períodos de recesión y/o alta inflación, tales como los ocurridos en 1988/1990 y en 1995, la recaudación disminuyó considerablemente, mostrando de esta manera una alta sensibilidad respecto al nivel de actividad y naturalmente al nivel inflacionario.

Por otra parte, entre 1986 y 1996 se puede apreciar un importante cambio en la estructura del sistema impositivo. Para comprobar esto, se comparará la participación de cada tributo en el total recaudado, discriminando entre impuestos directos e indirectos.

Del análisis del gráfico 3.1 surge que en 1996 lo recaudado en concepto de seguridad social representaba un 51%, mostrando una reducción de 10 puntos porcentuales respecto a 1986. Cabe destacar que este tributo recae sobre el trabajo y tiene un impacto negativo en el comercio exterior.

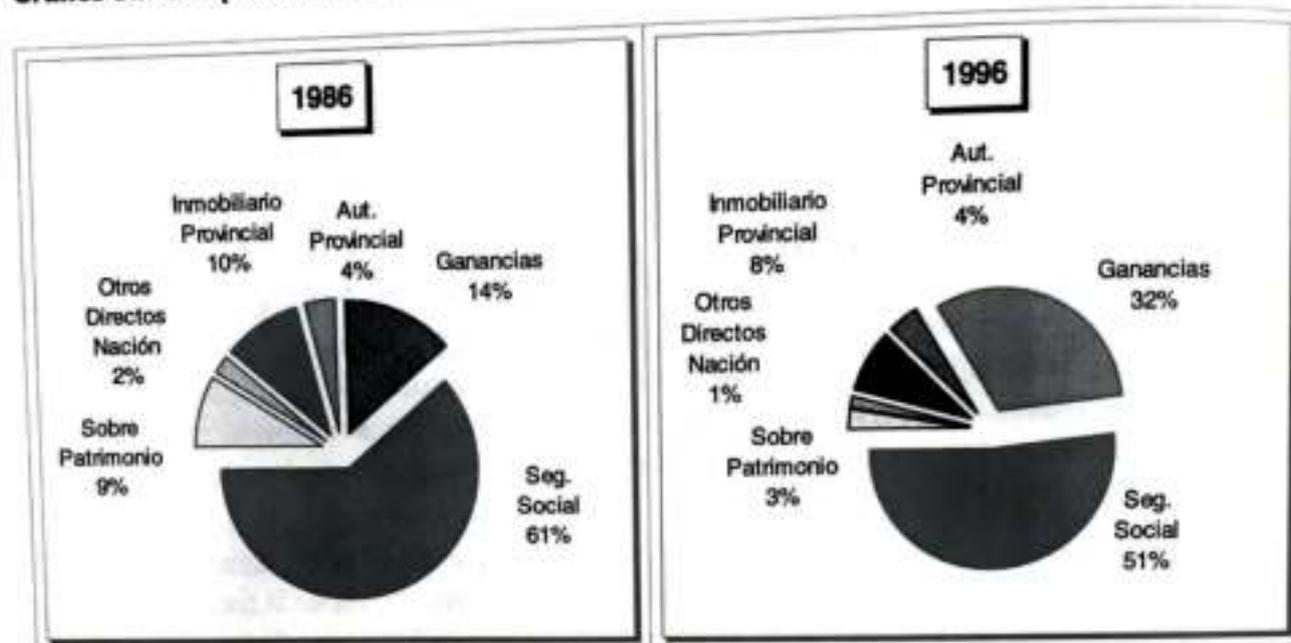
Por el contrario, el impuesto a las ganancias más que duplicó su participación en el total recaudado en concepto de impuestos directos entre 1986 y 1996, alcanzando el 32% en este último año. Sin embargo, si se realiza una comparación entre Argentina y países de similar grado de desarrollo, se puede observar que este tributo representa una baja proporción en la recaudación total de nuestro país. Es importante señalar la importancia del mismo en un sistema tributario que desee alcanzar niveles aceptables de equidad.



Entre los restantes tributos directos, se destaca la reducción en la participación del impuesto sobre el patrimonio del 9% en 1986 a solamente el 3% en 1996.

En cuanto a los tributos recaudados por las provincias, se observa que su participación en el total se ha mantenido relativamente estable en los últimos 10 años en aproximadamente el 13% del total de impuestos directos.

Gráfico 3.1: Composición de la Recaudación de Impuestos Directos



Fuente: «Lineamientos para una Reforma del Sistema Tributario Argentino», J. Sabaini y J. Gaggero, XXX Jornadas de Finanzas Públicas, septiembre 1997.

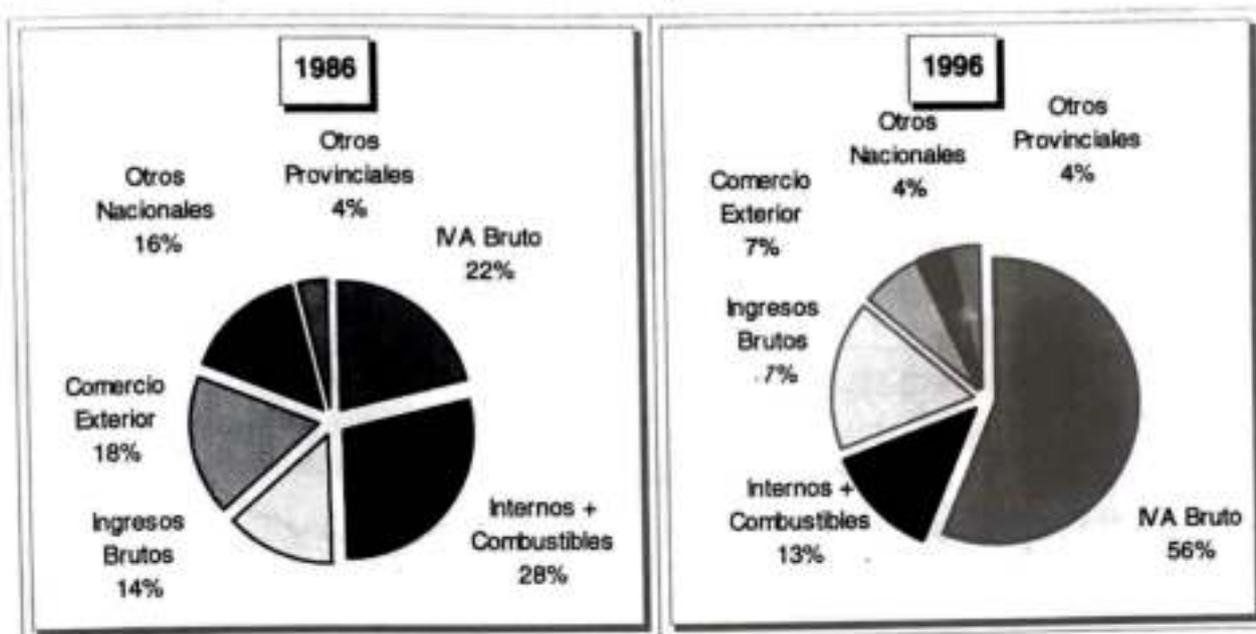
En relación a los impuestos indirectos, expuestos en el gráfico 3.2, se puede apreciar un importante cambio en la composición de los mismos. En 1986, el IVA sólo alcanzaba al 22% del total, mientras que en 1996 aumentó su participación al 56%, debido al incremento de la base imponible y de la alícuota.

Por su parte, los impuestos internos y a los combustibles, sólo alcanzaron el 13% en 1996 en contraposición con el 28% que representaron al comienzo del período bajo estudio. Esta pérdida de importancia en la recaudación se debe a la política de desregulación petrolera implementada a partir de 1991, por la cual se desgravaron los combustibles y el gas natural.

La participación de los impuestos al comercio exterior mostró similar evolución a la presentada por los impuestos internos y a los combustibles. La principal reducción de los mismos se produce en 1991 y es consecuencia de un cambio de la política de comercio internacional. A partir de este último año se produjo un incremento en la apertura de la economía, con la consecuente reducción de aranceles que recaen sobre las transacciones con el exterior.



Gráfico 3.2: Composición de la Recaudación de Impuestos Indirectos



Fuente: «Lineamientos para una Reforma del Sistema Tributario Argentino», J. Sabaini y J. Gaggero, XXX Jornadas de Finanzas Públicas, septiembre 1997.

En cuanto a la estructura del sistema impositivo, se puede apreciar un importante cambio en los últimos 10 años. A pesar de ello, tal como lo señalan Juan Gómez Sabaini y Jorge Gaggero "La simplificación del sistema tributario, entendida ésta como la reducción en el número de tributos –supuestamente distorsivos del proceso de asignación de factores y bienes– no se vio complementada con una simplificación adecuada de los procesos de la administración tributaria"

Sin embargo, a pesar de la simplificación del sistema tributario, el nivel de incumplimiento en el pago de las obligaciones impositivas continúa siendo elevado si se efectúa una comparación internacional. Por este motivo, la tarea pendiente consiste en lograr una mejora en el control ejercido por el organismo recaudador.

Actualmente, el IVA es el impuesto de mayor importancia dentro del sistema tributario de nuestro país, mostrando la falta de un complemento de magnitud que le otorgue al sistema un mayor grado de equidad, tal como el impuesto a las ganancias.

En el transcurso de 1997, los ingresos fiscales se incrementaron en forma considerable, reflejando la alta elasticidad de la recaudación respecto al nivel de actividad. Otro factor que impactó positivamente fueron los incrementos de las alícuotas impositivas, tema que será tratado más adelante.

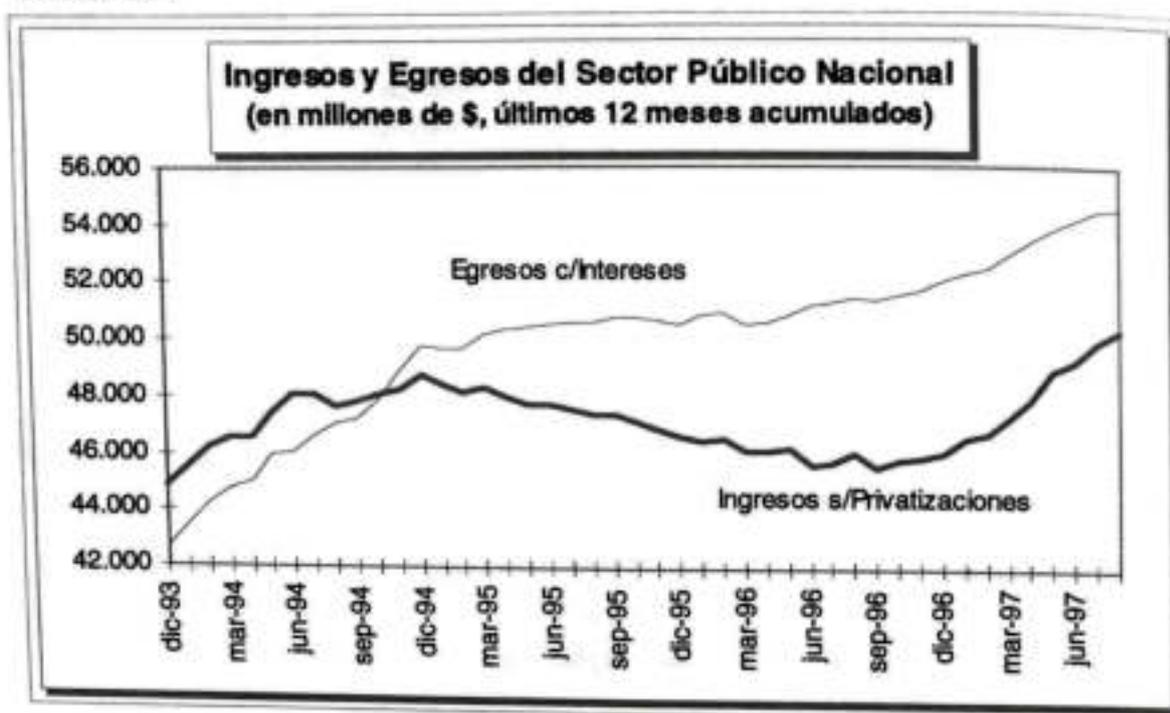
En el gráfico 3.3 se observa la evolución de la recaudación y las erogaciones acumuladas para los últimos 12 meses del Sector Público Nacional para el período diciembre 1993 - agosto 1997.

Entre diciembre de 1993 y diciembre de 1994, los ingresos del sector público se incrementaron en un 8,6% alcanzando durante 1994, los \$ 48.708 millones. En este mismo lapso de tiempo, las erogaciones aumentaron el 19,6%, es decir que casi duplicaron el incremento de los ingresos, generando un déficit de \$ 1.018 millones.

Posteriormente y hasta diciembre de 1996, los gastos del gobierno continuaron incrementándose a un ritmo sensiblemente menor. Al mismo tiempo, los ingresos disminuye-

ron como consecuencia de la reversión del ciclo económico y del consiguiente menor nivel de actividad. Por otra parte, cabe suponer que los niveles de evasión se incrementaron.

Gráfico 3.3 :



Fuente: Elaboración propia en base a Carta Económica.

A partir de 1997, se puede observar un fuerte incremento en los ingresos, lo que permitiría una reducción en el déficit fiscal desde \$ 5.515 millones en 1996 hasta aproximadamente \$3.000 millones en el corriente año (ver gráfico 3.4 al final del capítulo).

Se puede afirmar que existe una falta de coordinación de los ingresos y egresos fiscales durante la fase recesiva y expansiva del ciclo económico. Durante los procesos de contracción, el nivel de ingresos disminuye mientras que el nivel de gastos aumenta o se mantiene estable. Si bien esta es una política para amortiguar los ciclos, debería complementarse con otras medidas en la fase expansiva para lograr el objetivo de reducir la volatilidad de la economía.

Las medidas a implementar en esta última fase serían reducir las erogaciones y, con el nivel creciente de recaudación, lograr un superávit suficiente para afrontar la deuda originada en los períodos de bajo nivel de actividad y generar los fondos de reserva para los futuros períodos contractivos.

Cabe destacar que este tipo de políticas discrecionales requieren una gran disciplina, en especial en la fase expansiva del ciclo, ya que se debe realizar un esfuerzo fiscal que tiene un impacto en el mediano y largo plazo.

En el cuadro 3.2 se analizan con mayor detenimiento las principales causas del incremento en la recaudación, efectuando una comparación del total producido por cada impuesto entre 1997 estimado y 1994.

La recaudación del IVA Bruto se incrementó desde \$ 18.298 millones en 1994 hasta \$22.079 millones en 1997, originado fundamentalmente por la modificación de la alícuota desde el 18% hasta el 21%.

Otro tributo que mostró un aumento importante (43,2%) fue el impuesto a las ganancias. Entre los principales motivos de este comportamiento, se pueden mencionar el pago del tributo por parte de algunas empresas que anteriormente presentaban quebrantos impositivos (Por ej-



YPF). Por otra parte, las alícuotas ascendieron desde el 30% hasta el 33%, y se modificó el tratamiento de las S.R.L., que pasaron a ser consideradas como S.A.

Los impuestos a los combustibles presentaron una evolución favorable, ocasionada también por el incremento en las alícuotas.

Cuadro 3.2 : Comparación de la Recaudación entre 1994 y 1997(E) (en millones de \$)

| | 1994 | 1997 | Variación | |
|---|---------------|---------------|---------------|---------------|
| | | | en \$ | en % |
| IVA Bruto | 18.298 | 22.079 | 3.781 | 20,7% |
| Devoluciones de IVA a Exportaciones (-) | -931 | -1.773 | 842 | 90,4% |
| IVA Bruto Total (IVA Bruto-Devoluc.) | 17.367 | 20.306 | 2.939 | 16,9% |
| Reembolsos (-) | -1.129 | -591 | -538 | -47,7% |
| Ganancias Total | 5.822 | 8.338 | 2.516 | 43,2% |
| Combustibles | 2.069 | 3.338 | 1.269 | 61,3% |
| Comercio Exterior | 2.752 | 2.795 | 43 | 1,6% |
| Ingresos de Seguridad Social | 13.462 | 10.601 | -2.861 | -21,3% |
| Internos | 2.146 | 1.558 | -588 | -27,4% |
| Otros Copart. + Pres. Espon. | 1.143 | 217 | -926 | -81,0% |
| Impuestos a los Bienes Personales | 159 | 394 | 235 | 147,8% |
| Otros | 770 | 1.093 | 323 | 41,9% |
| Recaudación Total (sin AFJP) | 44.561 | 48.049 | 3.488 | 7,8% |
| (a) AFJP + Otros | 879 | 3.592 | 2.713 | 308,6% |
| Recaudación Total + (a) | 45.440 | 51.641 | 6.201 | 13,6% |

Nota: (E) Estimado.

Fuente: En base a Carta Económica.

Los Ingresos de Seguridad Social disminuyeron su recaudación en \$ 2.861 millones respecto a 1994, estimándose para el corriente año un monto de \$ 10.601 millones. Esto se debe principalmente a la extensión de la rebaja de los aportes patronales al sector servicios a partir de enero de 1996 y al impacto del nuevo régimen de jubilaciones y pensiones que comenzó en junio de 1994.

En síntesis, se puede observar que, a pesar del crecimiento del 7,6% del PBI entre 1994 y 1997 y del aumento de las alícuotas impositivas, el total recaudado en 1997(estimado) sólo superaría en un 7,8% al correspondiente a 1994.

Una de las principales causas del reducido incremento en los ingresos tributarios podría ser un aumento en los niveles de incumplimiento fiscal. Al respecto, se estima que la evasión en el impuesto a las ganancias sería del 75% y en el IVA del 45%. Es decir, que solamente por este último tributo el Gobierno deja de percibir aproximadamente unos US\$ 17.000 millones anuales¹.

Para obtener una medida de la dimensión de este problema, resulta útil considerar que esta cifra representa más de la mitad de los gastos del Sector Público Nacional en Servicios Sociales, cinco veces más que el valor del BHN o más que el valor actual de YPF.

¹ Ver BAE, pág. 27, 2 de octubre de 1997.



3.2. Presupuesto 1998

El proyecto de ley de Presupuesto 1998, expuesto en el cuadro 3.3, prevé un incremento en los ingresos totales de \$ 3.407 millones respecto a 1997, lo que implica un aumento del 8,1%. Desagregando esta cifra, se puede observar que los recursos corrientes se incrementan en un 6,8% en tanto que los de capital lo hacen en un 89,0%.

Los gastos totales de la Administración Nacional alcanzarían un total de \$ 48.675 millones, es decir un 5,1% más que el año anterior. En términos absolutos, este incremento sería de \$2.353 millones, de los cuales \$ 1.449 millones corresponden a erogaciones primarias y \$ 904 a intereses de la deuda.

De esta manera, el Proyecto de Presupuesto presenta una mejora en el resultado fiscal. El superávit primario sin incluir los ingresos por privatizaciones aumentaría desde \$ 1.027 millones en 1997 hasta \$ 2.167 millones en 1998, determinando un incremento del 111%. Si se consideran los ingresos por privatizaciones y el pago de intereses de la deuda, el resultado fiscal mostraría un déficit de \$ 3.462 millones.

Si se analiza el Presupuesto de 1997, el cual se presenta modificado en el actual Proyecto de Presupuesto 1998, junto con los últimos anuncios realizados por el gobierno (tales como el aumento de la jubilación mínima, el incremento de los salarios de los docentes, etc.), resulta difícil ser optimista en cuanto al cumplimiento del Proyecto actual.

Nuevamente, tal como nuestra Institución lo viene haciendo en los últimos cuatro años, se reitera la necesidad de obtener un superávit global del sector público nacional no financiero.

Cuadro 3.3 : Presupuesto 1998 y 1997 (en millones de \$)

| Concepto | 1997 | 1998 | Variación | |
|--|--------|--------|----------------|--------|
| | | | en mill. de \$ | en % |
| Ingresos Totales | 41.806 | 45.213 | 3.407 | 8,1% |
| Corrientes | 41.103 | 43.884 | 2.781 | 6,8% |
| Tributarios + Previsionales | 38.053 | 41.010 | 2.957 | 7,8% |
| Otros (Rentas Prop., No Tributarios, etc.) | 3.050 | 2.874 | -176 | -5,8% |
| De Capital | 703 | 1.329 | 626 | 89,0% |
| Privatizaciones | 292 | 1.110 | 818 | 280,1% |
| Otros Ingresos de Capital | 411 | 219 | -192 | -46,7% |
| Gastos Totales | 46.322 | 48.675 | 2.353 | 5,1% |
| Primario | 40.487 | 41.936 | 1.449 | 3,6% |
| Intereses de deuda | 5.835 | 6.739 | 904 | 15,5% |
| Resultados Primarios | | | | |
| Sin Privatizaciones | 1.027 | 2.167 | 1.140 | 111,0% |
| Con Privatizaciones | 1.319 | 3.277 | 1.958 | 148,4% |
| Resultados Financieros | | | | |
| Sin Privatizaciones | -4.808 | -4.572 | 236 | -4,9% |
| Con Privatizaciones | -4.516 | -3.462 | 1.054 | -23,3% |

Fuente: En base a Presupuesto Nacional 1997 y 1998.



En el cuadro 3.4 se puede apreciar en forma comparada los ingresos de la Administración Nacional para el presupuesto 1997 y 1998 con un mayor grado de detalle. Entre los impuestos, se destaca el aumento del 18% en la recaudación de aranceles al Comercio Exterior, el 11,5% del IVA y el 8,9% del Impuesto a las Ganancias.

En cuanto a los recursos de capital, los mismos ascenderían a \$ 1.330 millones, mostrando, un incremento del 89,2% respecto a 1997.

Cuadro 3.4: Ingresos del Presupuesto 1997 y 1998

| | 1997 | 1998 | Variación en mill de \$ | en % |
|---------------------------------|---------------|---------------|----------------------------|-------------|
| Total Tributarios + Seg. Social | 38.053 | 41.010 | 2.957 | 7,8% |
| Total Tributarios | 25.736 | 28.203 | 2.467 | 9,6% |
| Ganancias | 5.633 | 6.135 | 502 | 8,9% |
| IVA Neto de Reembolsos | 10.925 | 12.185 | 1.260 | 11,5% |
| Comercio Exterior | 2.750 | 3.245 | 495 | 18,0% |
| Otros | 6.428 | 6.638 | 210 | 3,3% |
| Seguridad Social | 12.317 | 12.807 | 490 | 4,0% |
| Otros Ingresos Corrientes | 3.050 | 2.874 | -176 | -5,8% |
| Total Recursos Corrientes | 41.103 | 43.884 | 2.781 | 6,8% |
| Total Recursos de Capital | 703 | 1.330 | 627 | 89,2% |
| TOTAL DE RECURSOS | 41.806 | 45.214 | 3.408 | 8,2% |

Fuente: En base a Presupuesto Nacional 1997 y 1998.

En el cuadro 3.5 se observa la variación del gasto respecto del presupuesto de 1997 discriminado por finalidad. En él se destaca la variación en el rubro intereses de la deuda que alcanzaría los \$ 6.776 millones en 1998, reflejando un aumento del 15,6%.

Por último, es importante señalar que el sector público nacional no logra alcanzar un superávit primario significativo que le permita superar una de las principales restricciones de la economía argentina para crecer sostenidamente, que consiste en la insuficiencia del ahorro interno necesario para el financiamiento de las inversiones.

Argentina debe recuperar el control sobre la situación fiscal, más aún cuando las reformas estructurales pendientes se demoran. Uno de los ejemplos a seguir es el de Chile.

Cuadro 3.5: Presupuesto de 1998 y 1997 (en millones de \$)

| | 1997 | 1998 | Variación en \$ | en % |
|----------------------------------|---------------|---------------|--------------------|-------------|
| Administración Gubernamental | 4.227 | 4.283 | 56 | 1,3% |
| Servicios de Defensa y Seguridad | 3.234 | 3.386 | 152 | 4,7% |
| Servicios Sociales | 29.974 | 31.019 | 1.045 | 3,5% |
| Servicios Económicos | 3.023 | 3.213 | 190 | 6,3% |
| Deuda Pública - Intereses | 5.864 | 6.776 | 912 | 15,6% |
| Total Gasto Público | 46.322 | 48.677 | 2.355 | 5,1% |

Fuente: En base a Presupuesto 1997 y 1998.



3.3. Deuda Pública

Un tema de gran importancia por su impacto en la volatilidad de una economía es la deuda pública. En el cuadro 3.6 se aprecia la evolución de la deuda pública entre 1989 y junio de 1997 en dólares corrientes. Asimismo, se presenta su relación con el PBI y con el volumen de las exportaciones.

Entre 1989 y 1993 la deuda pública neta se incrementó en sólo US\$ 397 millones, alcanzando a fines de este último año US\$ 77.582 millones.

En este período la relación deuda / PBI se redujo desde el 94,3% hasta el 29,9%. Por otra parte, el ratio deuda/exportaciones pasó desde 8,1 hasta 5,9, implicando una mejora substancial en el nivel de endeudamiento.

Desde 1993 hasta junio de 1997 la deuda neta aumentó en términos absolutos US\$ 24.333 millones, reflejando el deterioro de las cuentas fiscales. Dicho incremento se produjo cuando el sector público nacional contaba con los ingresos de las privatizaciones y el crecimiento del PBI favorecía la recaudación. Lo mismo ocurrió en numerosas provincias y municipios, reflejando una enorme presión por aumentar el gasto público sin prever sus consecuencias futuras.

En el transcurso de 1998 nuestro país tendrá vencimientos por alrededor de 17.000 millones de dólares, lo que acentúa la dependencia del ahorro externo en un país que tiene gran cantidad de recursos naturales y seguramente mejores posibilidades de progreso si se recurriera en forma permanente a los principios básicos de disciplina fiscal.

Cuadro 3.6: Evolución de la Deuda Pública (en millones de US\$)

| | 1989 | 1993 | jun-97 | Variación | |
|--|--------|--------|---------|-----------|----------|
| | I | II | III | IV=III-I | V=III-II |
| Total Deuda Pública | 92.412 | 81.761 | 109.253 | 16.841 | 27.492 |
| Total Deuda Documentada | 63.672 | 69.631 | 101.153 | 37.481 | 31.522 |
| Otra Deuda a Consolidar | 28.740 | 12.130 | 8.100 | -20.640 | -4.030 |
| Activos en Poder del Estado | 15.227 | 4.179 | 7.338 | -7.889 | 3.159 |
| Garant Brady + Prést. Pcias+ F. Fiduc. | | 3.395 | 7.337 | 7.337 | |
| Empresas del Estado privatizadas* | 15.226 | 784 | | | |
| Total de Deuda Pública Neta (1-2) | 77.185 | 77.582 | 101.915 | 24.730 | 24.333 |
| En % del PBI | 94,3% | 29,9% | 32,5% | -61,8% | 2,6% |
| Años de Exportaciones | 8,1 | 5,9 | 4,0 | -4,1 | -1,9 |

Nota: * En este punto se incluye los Bonos rescatados con privatizaciones y los pasivos de las empresas privatizadas transferidos.

Fuente: En base a Informe Económico, MEOSP, Secretaría de Política Económica.



FINANZAS PUBLICAS

Cuadro 3.1: Recaudación / Producto Bruto Interno
(En %)

| En % del PBI | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Ganancias | 0,9 | 1,1 | 0,9 | 0,8 | 0,5 | 0,6 | 1,1 | 1,7 | 2,1 | 2,2 | 2,3 |
| Seg. Social | 3,9 | 3,8 | 3,2 | 2,7 | 3,6 | 4,1 | 4,8 | 5,0 | 4,9 | 4,4 | 3,7 |
| Sobre Patrimonio | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,7 | 0,7 | 0,6 | 0,4 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Otros Directos Nación | 0,1 | 0,2 | 0,4 | 0,8 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,1 | 0,1 |
| Inmobiliario Provincial | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,6 |
| Automotores Provincial | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Subtotal Directos | 6,4 | 6,4 | 5,7 | 5,7 | 5,8 | 6,3 | 7,1 | 7,9 | 8,2 | 7,8 | 7,2 |
| IVA Bruto | 2,5 | 2,4 | 1,8 | 1,6 | 2,3 | 3,5 | 5,9 | 5,4 | 6,2 | 6,2 | 6,4 |
| Internos + Combustibles | 3,2 | 2,5 | 2,3 | 1,7 | 2,3 | 2,3 | 2,1 | 1,7 | 1,6 | 1,5 | 1,5 |
| Ingresos Brutos | 1,6 | 1,4 | 1,2 | 1,0 | 1,1 | 1,4 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 1,8 | 1,9 |
| Comercio Exterior | 2,0 | 1,6 | 1,2 | 2,8 | 1,5 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 0,7 | 0,8 |
| Otros Nacionales | 1,8 | 1,8 | 2,4 | 2,1 | 1,5 | 2,1 | 1,7 | 1,7 | 0,6 | 0,5 | 0,4 |
| Otros Provinciales | 0,4 | 0,4 | 0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,3 | 0,6 | 0,6 | 0,6 | 0,5 | 0,4 |
| Subtotal Indirectos | 11,5 | 10,1 | 9,2 | 9,4 | 9,0 | 10,5 | 13,2 | 12,3 | 11,9 | 11,2 | 11,4 |
| Total | 17,9 | 16,5 | 14,9 | 15,1 | 14,8 | 16,8 | 20,3 | 20,2 | 20,1 | 19,0 | 18,6 |

Fuente: "Lineamientos para una Reforma del Sistema Tributario Argentino", J. Sabaini y J. Gaggero, XXX Jornadas de Finanzas Públicas, septiembre 1997.





BALANCE DE LA ECONOMIA ARGENTINA EN 1997

FINANZAS PUBLICAS

Cuadro 3.7: Sector Público No Financiero - Base Caja
(En Millones de pesos corrientes)

| CONCEPTO | 1995 | | | | 1996 | | | | 1997 | |
|--|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | I | II | III | IV | I | II | III | IV | I | II |
| 1) INGRESOS CORRIENTES | | | | | | | | | | |
| 1.1 Ingresos Tributarios | 11.923,0 | 12.205,0 | 11.602,0 | 13.037,3 | 11.116,1 | 11.401,6 | 11.555,9 | 11.890,4 | 12.802,9 | 13.330,0 |
| 1.2. Contribución Seguridad Social | 7.390,0 | 8.127,0 | 7.576,0 | 7.943,0 | 7.710,6 | 8.528,7 | 8.239,4 | 8.697,3 | 8.802,6 | 9.370,0 |
| 1.3. No tribut. (Int. s/Res., Rec.Aval.) | 3.320,0 | 2.986,0 | 3.342,0 | 4.055,5 | 2.751,5 | 2.269,9 | 2.752,5 | 2.507,1 | 3.221,3 | 3.207,0 |
| 1.4. Sup. Corr. Empr. Públicas | 1.279,0 | 1.068,0 | 676,0 | 1.038,8 | 672,0 | 618,0 | 573,0 | 680,0 | 786,0 | 730,0 |
| INGRESOS DE CAPITAL | | | | | | | | | | |
| 2.1 Privatizaciones | -66,0 | 24,0 | 8,0 | | -18,0 | -15,0 | -9,0 | -4,0 | -7,0 | 23,0 |
| 2.2 Otros | 8,0 | 133,0 | 183,0 | 932,1 | 28,0 | 279,4 | 98,0 | 95,0 | 38,0 | 40,0 |
| EGRESOS (sin Intereses) | | | | | | | | | | |
| 3.1. Personal | 1,0 | 124,0 | 131,0 | 915,0 | 13,0 | 264,4 | 71,0 | 27,0 | 18,0 | |
| 3.2. Bienes y Servicios | 7,0 | 9,0 | 52,0 | 17,1 | 15,0 | 15,0 | 27,0 | 68,0 | 20,0 | |
| 3.3. Otros | 10.967,0 | 10.459,0 | 11.689,0 | 11.496,2 | 11.143,0 | 11.405,0 | 11.771,0 | 12.034,0 | 11.865,0 | 11.486,0 |
| 3.4. Prestaciones de la Seg. Social | 1.914,0 | 1.500,0 | 1.785,0 | 1.909,0 | 1.637,0 | 1.645,0 | 1.803,0 | 1.666,0 | 1.859,0 | 1.619,0 |
| 3.5. Transf. a Provincias | 586,0 | 591,0 | 561,0 | 640,8 | 560,0 | 500,0 | 535,0 | 550,0 | 514,0 | 545,0 |
| GASTOS DE CAPITAL | | | | | | | | | | |
| 4) SUPERAVIT PRIMARIO SIN PRIV. | 118,0 | 114,0 | 626,0 | 34,8 | 440,0 | 681,0 | 611,0 | 528,0 | 558,0 | 602,0 |
| 5) SUPERAVIT PRIMARIO | 4.890,0 | 4.781,0 | 5.200,0 | 4.144,1 | 4.879,0 | 4.583,0 | 4.999,0 | 4.846,0 | 4.704,0 | 4.513,0 |
| 6) INTERESES | 3.459,0 | 3.473,0 | 3.517,0 | 4.757,5 | 3.627,0 | 3.996,0 | 3.823,0 | 4.444,0 | 4.230,0 | 4.752,0 |
| 7) SUPERAVIT TOTAL | 912,1 | 818,4 | 234,0 | 741,1 | 215,0 | 227,0 | 231,0 | 337,0 | 273,0 | 299,0 |
| 8) SUPERAVIT TOTAL | 50,0 | 931,0 | -269,0 | 827,1 | -226,0 | -215,0 | -418,0 | -421,0 | 192,0 | 1.041,0 |
| | 51,9 | 1.060,6 | -138,0 | 1.742,1 | -213,0 | 50,0 | -347,0 | -395,0 | 209,0 | 1.041,0 |
| | 791,5 | 1.053,2 | 1.034,0 | 1.206,0 | 933,0 | 1.132,0 | 1.129,0 | 1.417,0 | 1.152,0 | 1.597,0 |
| | -739,6 | 7,4 | -1.172,0 | 536,1 | -1.146,0 | -1.082,0 | -1.476,0 | -1.812,0 | -943,0 | -556,0 |

Fuente: En base a Secretaría de Hacienda.

FINANZAS PÚBLICAS

Cuadro 3.8: Sector Público No Financiero - Base Caja
(En millones de pesos) (1)

| CONCEPTO | 1996 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997(E) | 1998(P) |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|----------|----------|---------|
| 1) INGRESOS CORRIENTES | 28.663 | 28.202 | 24.426 | 21.798 | 22.862 | 28.624 | 38.769 | 44.628 | 48.631 | 46.546 | 45.955 # | 51.665 # | 55.536 |
| 1.1 Ingresos Tributarios | | | | | | 15911 | 25.676 | 28.736 | 31.984 | 31.748 | 33.177 # | 37.433 # | 41.176 |
| 1.2 Contribución Seguridad Social | | | | | | 9862 | 10.675 | 12.548 | 13.713 | 11.642 | 10.281 # | 11.217 # | 11.808 |
| 1.3 No tributarios | | | | | | 2257 | 1.964 | 2.656 | 3.078 | 3.207 | 2.543 # | 3.000 # | 2.750 |
| 1.4 Sup. Corr. Empr. Públicas | | | | | | 594 | 424 | 735 | -144 | -51 | -46 | 15 | 1 |
| 2) INGRESOS DE CAPITAL | 1.179 | 1.033 | 1.304 | 1.601 | 577 | 2.268 | 1.893 | 666 | 801 | 2.608 | 751 # | 900 # | 550 |
| 2.1 Privatizaciones | 0 | 0 | 0 | 0 | 567 | 2.194 | 1.787 | 523 | 727 | 1.171 | 375 # | 500 # | 400 |
| 2.2 Otros | 1.179 | 1.033 | 1.304 | 1.601 | 10 | 74 | 106 | 145 | 74 | 85 | 126 # | 400 # | 150 |
| 2.3 Prést. asc. a la mom. priv. | | | | | | | | | | 1.350 | 290 | | |
| 3) EGRESOS (sin intereses) | 23.879 | 24.667 | 22.664 | 19.841 | 18.414 | 25.876 | 33.901 | 38.215 | 45.030 | 45.330 | 46.352 # | 48.779 # | 51.238 |
| 3.1 Personal | 4.577 | 4.752 | 4.835 | 4.121 | 3.615 | 4.954 | 5.464 | 6.474 | 6.664 | 6.643 | 6.750 | 6.850 | 7.100 |
| 3.2 Bienes y Servicios | 1.931 | 1.870 | 1.671 | 1.481 | 1.210 | 1.686 | 2.259 | 3.064 | 2.013 | 2.064 | 2.151 | 2.080 | 2.300 |
| 3.3 Otros | 2.000 | 1.517 | 1.194 | 1.138 | 732 | 804 | 902 | 334 | 2.484 | 2.595 | 2.367 | 2.419 | 2.851 |
| 3.4 Prestaciones de la Seg. Social | 8.162 | 7.898 | 7.036 | 5.808 | 6.709 | 9.233 | 12.656 | 14.796 | 19.047 | 19.530 | 19.194 | 19.650 | 20.200 |
| 3.5 Transf. a Ptas. | 7.189 | 8.629 | 7.928 | 7.293 | 6.148 | 9.189 | 12.620 | 13.544 | 14.622 | 14.538 | 15.890 | 17.780 | 18.847 |
| 4) GASTOS DE CAPITAL | 4.220 | 5.214 | 4.486 | 3.478 | 2.391 | 1.896 | 1.838 | 1.507 | 1.544 | 1.109 | 1.010 | 1.000 | 1.250 |
| 5) SUPERAVIT PRIMARIO SIN PRIV. | 1.743 | -646 | -1.440 | 60 | 2.087 | 926 | 3.136 | 5.121 | 2.132 | 192 | -1.279 # | 2.266 # | 3.138 |
| 6) SUPERAVIT PRIMARIO | 1.743 | -646 | -1.440 | 60 | 2.654 | 3.120 | 4.923 | 5.644 | 2.965 | 1.363 | -905 | 2.786 | 3.538 |
| 7) INTERESES | 5.242 | 5.165 | 4.818 | 7.630 | 5.199 | 4.060 | 3.937 | 2.914 | 3.150 | 4.086 | 4.610 | 5.800 | 6.800 |
| 8) SUPERAVIT TOTAL | -3.499 | -6.831 | -6.258 | -7.550 | -2.545 | -940 | 966 | 2.730 | -285 | -2.723 | -5.515 | -3.014 | -3.262 |

(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.

(E): Estimado en base a estimaciones Estudio Broda y Asociados - Septiembre de 1997.

(P): Proyectado

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

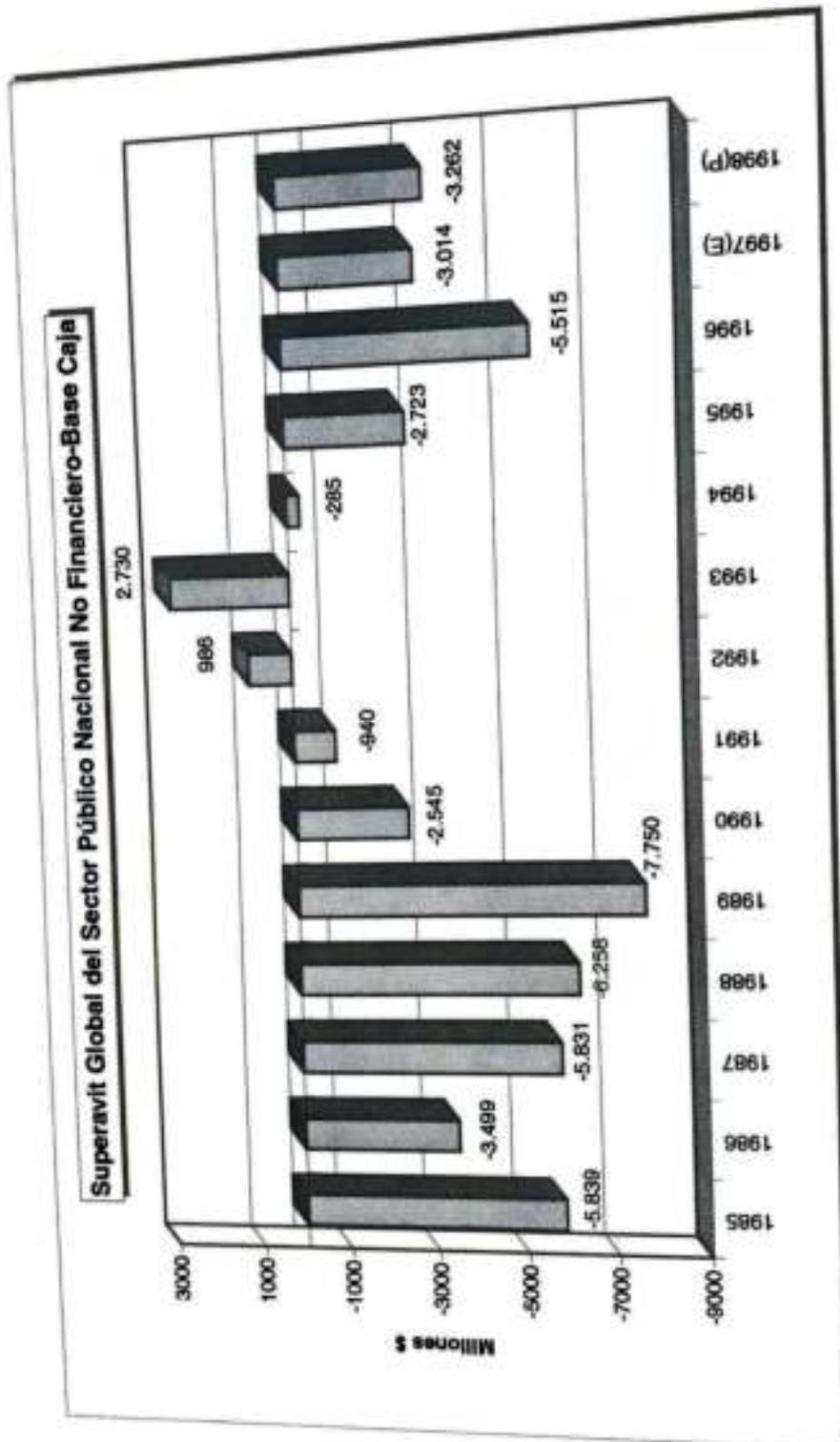
Diciembre 1997





FINANZAS PUBLICAS

Gráfico 3.4



Fuente: Elaboración propia en base a Secretaría de Hacienda.
1997(E): Estimado en base a estimaciones Estudio Broda y Asociados- Septiembre de 1997
1998(P): Proyectado.

4 SECTOR EXTERNO

4.1. Evolución del Intercambio

La balanza comercial argentina fue deficitaria en sólo siete años de los 27 comprendidos entre 1970 y 1996 (1971, 1975, 1980, 1981, 1992, 1993 y 1994), siendo el grado de apertura de la economía muy bajo durante dicho período. Entre 1991 y 1996, se observa un significativo progreso en la superación del aislamiento del país respecto al resto del mundo, reflejado por el valor del intercambio, que superó en dos veces y media al de los 21 años precedentes, abandonándose el rasgo contracíclico característico de períodos anteriores¹.

También se produjeron algunos cambios cualitativos. Por ejemplo, si se analiza la evolución de las exportaciones al Mercosur y Chile, se observa que las mismas se incrementaron desde el 17% en el período 1971/76 hasta el 41% en la actualidad. Con la Unión Europea ocurrió lo contrario, reduciéndose el porcentaje desde el 42% a principios de la década de 1970, hasta el 21% en el período 1994-1996. Es importante destacar el crecimiento del intercambio con los países del Asia-Pacífico en el período 1991/96, en donde las exportaciones e importaciones crecieron a una tasa anual del 14% y 37%, respectivamente.

A continuación, se analizará la reciente evolución de las compras y ventas externas argentinas. Mientras que en 1990, el intercambio comercial argentino sólo llegaba a US\$ 16.000 millones, en 1997 el mismo se habría triplicado, con importaciones cercanas a los US\$ 29.000 millones y exportaciones por US\$ 25.000 millones.

4.2. Las Exportaciones Argentinas

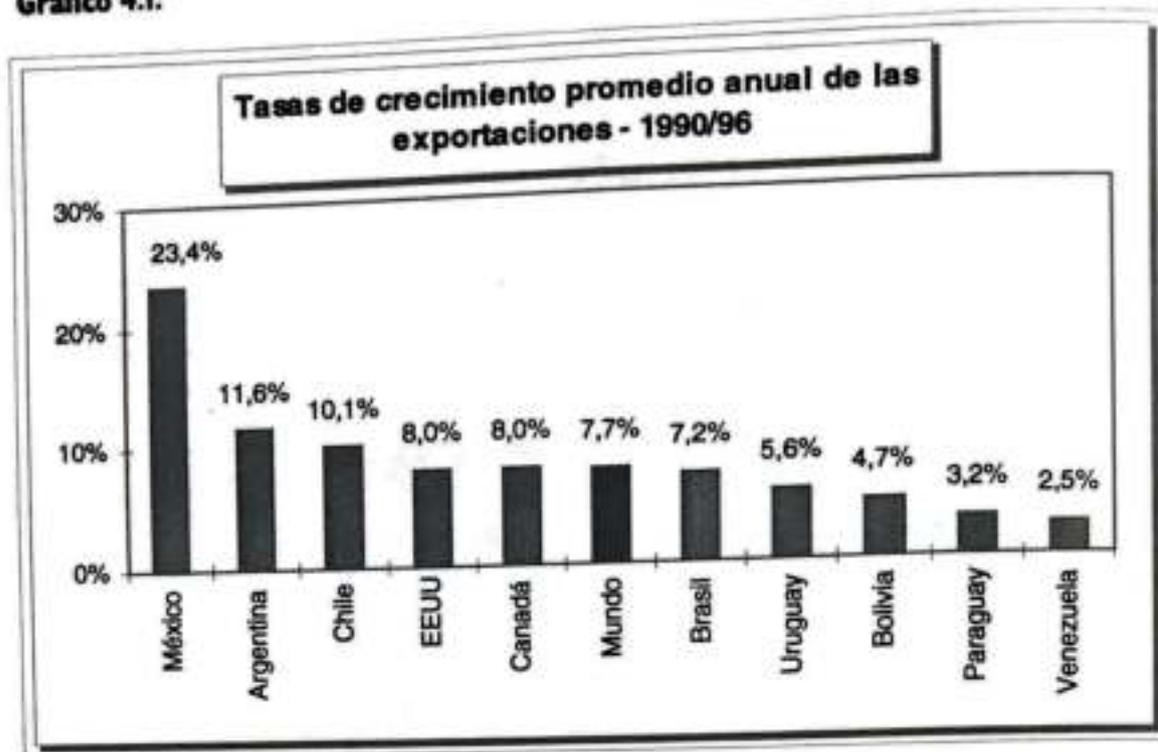
Desde 1990 hasta 1996, las exportaciones argentinas crecieron en forma ininterrumpida, acumulando un incremento del 92,7%, mientras que las exportaciones mundiales crecieron sólo un 56,4%.

En el gráfico 4.1 se observan las tasas de crecimiento de las exportaciones para un conjunto de países americanos y el promedio mundial, en el período 1990/96. Luego de México, Argentina lidera tales incrementos, con una tasa promedio anual del 11,6%.

¹ Ver "La Dinámica del Crecimiento" CEP N° 3, 1997. Si bien el crecimiento exportador del año 1995 mostró un comportamiento contracíclico importante, las ventas externas crecieron en épocas de expansión de la actividad interna como 1994 y 1996. Incluso una estimación econométrica realizada por el C.E.P. demuestra que las exportaciones de 1995 hubieran crecido aún sin el impulso provocado por la recesión interna post-Tequila.



Gráfico 4.1:



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.

Tal como fue mencionado en el capítulo 1, el número de empresas exportadoras aumentó significativamente desde 8.113 en 1992 hasta 11.081 en 1996. Asimismo, se evidencian algunos signos de diversificación, habiéndose producido un aumento en el número de artículos comercializados desde 5.400 hasta 6.300.

Sin embargo, cabe destacar que entre 1992 y 1996, mientras el valor exportado total se incrementaba un 98,6%, el monto facturado por exportación por empresas PyMEX (firmas que poseen ventas externas anuales por valores inferiores a US\$ 2 millones) crecía sólo un 50%. Más adelante se analizarán las dificultades que deben superar las PyMES a la hora de aumentar sus ventas externas.

En el cuadro 4.1 se puede observar que el valor total exportado entre 1990 y 1996 aumentó un 92,7%. Este crecimiento se basó principalmente, en el importante aumento de las cantidades exportadas, y en segundo lugar, en el incremento de los precios de exportación. En el gráfico 4.2 se observa la evolución del valor, la cantidad y el precio de las exportaciones argentinas, entre 1992 y 1996.

Cuadro 4.1: Variación del valor, cantidad y precio de los Productos Exportados 1990 / 1996

| | Exportac. Totales | Productos Primarios | MOA | MOI | Combustibles y Energía |
|----------------------|-------------------|---------------------|-------|-------|------------------------|
| Variación del Precio | 20,0% | 33,2% | 24,1% | 5,8% | 6,1% |
| Var. de la Cantidad | 60,7% | 37,4% | 40,9% | 80,6% | 194,3% |
| Var. del Valor Exp. | 92,7% | 83,1% | 74,8% | 92,1% | 213,7% |
| Participación 1990 | | 27,0% | 37,8% | 27,2% | 8,0% |
| Participación 1996 | | 24,4% | 35,4% | 27,2% | 13,0% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.



Si se analizan las exportaciones por grandes rubros, se advierte que Combustibles y Energía y Manufacturas de Origen Industrial (MOI) son los rubros de mayor crecimiento. Asimismo, se observa que el precio promedio de las manufacturas industriales tiende a deteriorarse.

Gráfico 4.2:



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.

Los rubros Manufacturas de Origen Agropecuario y Productos Primarios muestran comportamientos más homogéneos, con incrementos tanto en cantidades como en precios.

En el cuadro 4.2 se observan los principales productos exportados por Argentina a los países vecinos durante 1996. Si bien el rubro Combustibles y Energía representa sólo el 13,0% del total, es el que posee mayor importancia como producto exportado al Mercosur.

Cuadro 4.2: Principales productos Exportados por Argentina en 1996

| Destino Brasil | Destino Chile |
|-----------------------------------|------------------------------------|
| Aceites crudos de petróleo | Aceites crudos de petróleo |
| Coches de turismo y otros vehíc. | Carne bovina fresca |
| Trigo | Aceite de soja |
| Autopartes | Carne bovina congelada |
| Vehíc. para el transp. de mercan. | Aceite de Girasol |
| Otros aceites de petróleo | Algodón sin cardar ni peinar |
| Algodón sin cardar ni peinar | Azúcar de caña o de remolacha |
| Motores de émbolo alternativo | Gas de petróleo y otros hidrocarb. |
| Leche y nata concentrada | Coches de turismo y otros vehíc. |
| Manzanas, peras y membrillos | Aluminio en bruto |

| Destino Uruguay | Destino Paraguay |
|--|--|
| Otros aceites de petróleo Aceites crudos de petróleo Cueros y pieles de bovino o equino Otras preparaciones alimenticias Medicamentos Gas de petróleo y otros hidrocarb. Energía Eléctrica Insecticidas, herbicidas y fungicidas Papel Art. para el transporte y envasado | Otros aceites de petróleo Animales vivos, bovinos Medicamentos Papel Aceites crudos de petróleo Leche y nata concentradas Gas de petróleo y otros hidrocarb. Trigo Insecticidas, herbicidas y fungicidas Vino y mosto de uvas frescas |
| Destino Bolivia | |
| Otros aceites de petróleo Harina de trigo Insecticidas, herbicidas y fungicid. Laminados de hierro o acero Trigo | Animales vivos, bovinos Margarinas Otros tubos y perfiles huecos Jabón y ceras Grasa de cerdo y ave |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.

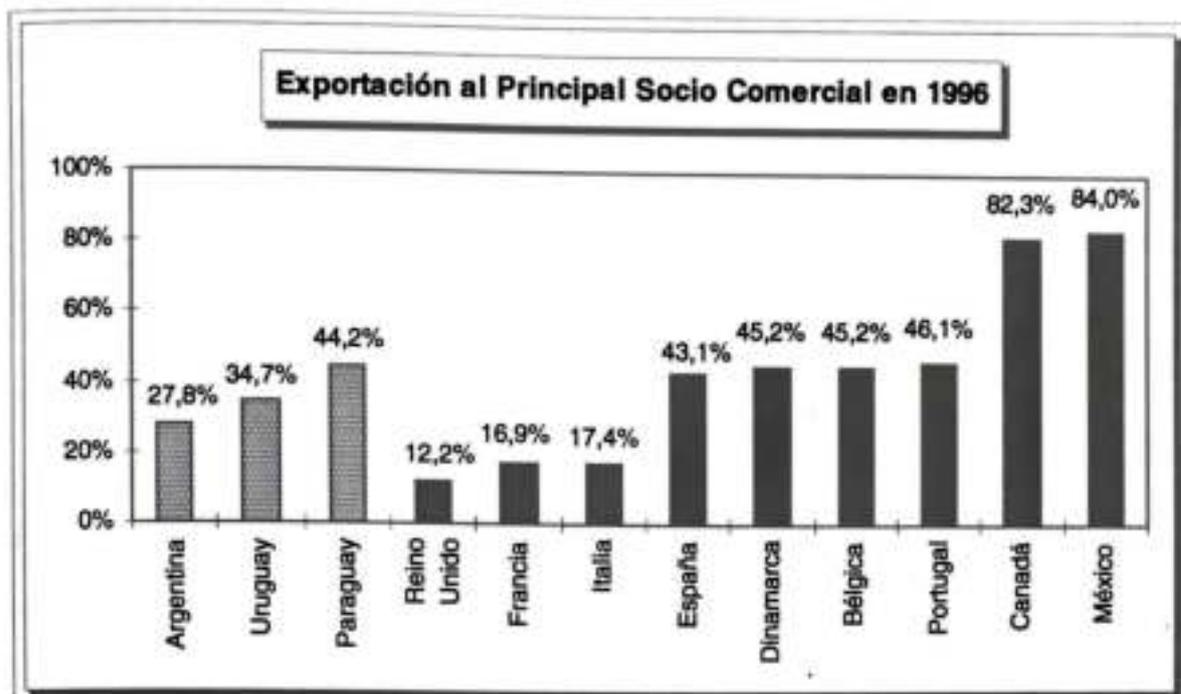
Los Productos Primarios y Manufacturas de Origen Agropecuario representaron el 59,8% del total exportado, siendo los principales productos destinados al Mercosur las harinas de trigo, trigo, productos lácteos, aceites vegetales, carne bovina fresca y congelada y cueros y pieles, entre otros.

El principal destino de las Manufacturas de Origen Industrial fue Brasil, destacándose los rubros automóviles y autopartes, como consecuencia de las importantes inversiones realizadas en años anteriores. Este rubro significó en 1996 un ingreso de más de US\$ 1.300 millones para las terminales automotrices instaladas en Argentina.

Resulta interesante observar la dependencia de las exportaciones de los países de la Unión Europea y el Nafta con respecto a su principal socio comercial. En el gráfico 4.3 se observa que Canadá y México venden más del 80% de sus productos de exportación a los Estados Unidos. Los países de la Unión Europea, pueden subdividirse en dos grupos. El primero, formado por España, Dinamarca, Bélgica y Portugal, que exporta hacia su principal socio, Alemania, entre el 43% al 46% del monto total. El segundo grupo de países, integrado por el Reino Unido, Francia e Italia exportan solamente entre el 12% y 18% hacia el mismo destino.



Gráfico 4.3:



Fuente: Elaboración propia en base a datos de FIEL y FMI.

Puede afirmarse que, si bien las exportaciones hacia Brasil crecieron significativamente, también se incrementaron las ventas hacia el resto de los destinos. Estas últimas evidenciaron un crecimiento del 57,6% en el período 1990/96.

En el cuadro 4.3 se estima el total de exportaciones para 1997 y su composición por grandes rubros. El crecimiento de las ventas externas rondaría el 7% anual, observándose incrementos superiores al promedio en las Manufacturas de Origen Industrial y Productos Primarios Mineros.

Según un informe de la Subsecretaría de Minería de la Nación, las nuevas inversiones en el sector, contribuirán a aumentar la exportación de los productos mineros, estimando que el monto exportado en 1997 será cinco veces superior al registrado en 1996.

Problemas y Desafíos de Productos y Proveedores Argentinos

Numerosos estudios² destacan las debilidades de los productos y empresas argentinas a la hora de alcanzar y consolidar los mercados internacionales. Si bien muchos productos argentinos son competitivos internacionalmente, la calidad de los mismos no siempre satisface los deseos de los importadores mundiales. Asimismo, existen casos en que productos nacionales de buena calidad, que no poseen una marca o certificado de origen reconocido, deben ser vendidos como productos inferiores.

Dos importantes objetivos a alcanzar son la obtención de una escala de exportación que asegure la provisión de los volúmenes demandados internacionalmente y el logro de una buena reputación de los proveedores argentinos.

² Ver Informe "Okita", junio de 1996; Boletín Techint N° 290 y 289; Moori Koenig, V; Kantis, H; Yoguel, G; CEPAL, LC/BUE/R, 206, 1994, Narodowski, P; MLP, Secretaría de Economía y Producción 1995.



Muchos exportadores mundiales aceptan la devolución del producto cuando el importador no lo encuentra satisfactorio, al tiempo que financian parte de la operación. En el caso argentino sólo un muy reducido grupo de exportadores ofrece tales condiciones.

Para lograr un mayor crecimiento de las exportaciones, sería necesario que se redoblen los esfuerzos para obtener productos que se ajusten a las necesidades de los mercados potenciales.

Otro problema que debe solucionarse son las dificultades propias que deben enfrentar las PyMEs argentinas, ya que la restricción al financiamiento de la actividad exportadora de las mismas erosiona la capacidad de mantener o profundizar la inserción externa alcanzada³.

Los bancos tienen dificultades para evaluar el riesgo crediticio de las PyMEs y la consiguiente intención de pago de los compromisos contraídos. Esto se debe a la escasa información contable y financiera de las PyMEs, muchas veces incompleta y poco estandarizada, y a que los bancos carecen de sistemas de evaluación apropiados que prioricen el análisis de los flujos de los proyectos por sobre la evaluación basada en el patrimonio actual y el respaldo de garantías.

Aunque los productos argentinos sufren de una serie de problemas para penetrar los mercados internacionales, esto no significa que la expansión de las exportaciones sea una meta imposible de concretar. Los buenos resultados de exportación de algunos productos demuestran que es posible ganar y expandirse en nuevos mercados si se toman las medidas adecuadas.

Asimismo, en el cuadro 4.3 se presenta la proyección de la Secretaría de Industria, Comercio y Minería del monto y la composición de las exportaciones para el año 2000. Se señala que los actuales cambios en el aparato productivo, la gran cantidad de inversiones directas y el surgimiento de nuevos sectores exportadores (minería, gas y energía eléctrica) sustentarán el crecimiento exportador. Además, se advierte que las exportaciones MOI continuarán aumentando su participación, destacándose la industria automotriz, papelera, química y petroquímica, mientras que los productos primarios agropecuarios y sus manufacturas continuarán perdiendo importancia relativa en el total de exportaciones.

Es importante mencionar que exportar por un valor de US\$ 41.000 millones, implicaría tasas de crecimiento del 16 o 17% anual en los próximos tres años, meta de difícil cumplimiento si no se solucionan los problemas pendientes en materia de comercio exterior, principalmente los obstáculos que poseen las PyMES argentinas para acceder a los mercados externos.

Cuadro 4.3: Evolución de las Exportaciones Argentinas 1996 - 2000

| | 1996 | | 1997 (1) | | 2000 (2) | | Variac. % 1996/2000 |
|-------------------------------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|------------------------|
| | Mill. US\$ | % | Mill. US\$ | % | Mill. US\$ | % | |
| Productos Primarios Agropecuarios | 5,781 | 24.3 | 5,810 | 22.64 | 8,200 | 20.0 | 41.8 |
| Productos Primarios Mineros | 36 | 0.2 | 179 | 0.7 | 1,300 | 3.2 | 3511.2 |
| Manufacturas de Origen Agropecuario | 8,439 | 35.4 | 9,030 | 35.2 | 13,500 | 32.9 | 60.0 |
| Manufacturas de Origen Industrial | 6,466 | 27.2 | 7,352 | 28.6 | 12,500 | 30.5 | 93.3 |
| Combustibles y Energía | 3,088 | 13.0 | 3,292 | 12.8 | 5,500 | 13.4 | 78.1 |
| Total | 23,810 | 100.0 | 25,662 | 100.0 | 41,000 | 100.0 | 72.2 |

Nota: (1) Estimaciones propias. (2) Estimaciones del MEyOSP.
Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC, MEyOSP.

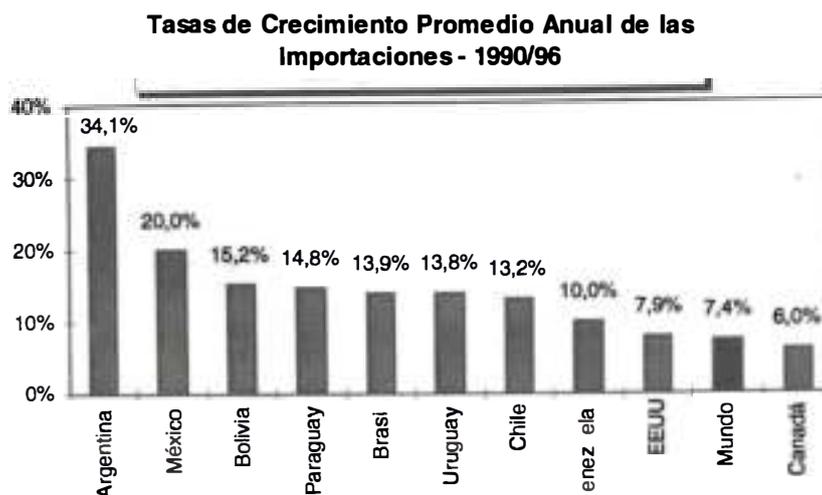
³ Ver Moori Koenig y Yoguel "Perfil de la inserción externa y conducta exportadora de las PyMEs argentinas", 1994; FIEL "Las PyMEs en Argentina", 1995; Narodowski, "Los sistemas de asistencia a PyMEs en la Argentina", 1995; Valinotti, Paola "La inserción de las PyMEs Exportadoras de Córdoba en el Mercosur".



4.3. Las Importaciones Argentinas

En el gráfico 4.4 se observa el crecimiento promedio anual de las importaciones para un conjunto de países americanos y el promedio mundial. Argentina muestra valores bastante superiores a los observados en los demás países analizados y al resto del mundo.

Gráfico 4.4:



Fuente: Elaboración propia en base a datos del FMI.

De la misma manera que en el caso de las exportaciones, se analiza en el cuadro 4.4 la evolución del valor importado, las cantidades adquiridas y los precios de los distintos rubros de importación. En el gráfico 4.5 se expone el comportamiento de dichas variables entre 1992 y 1996.

Los precios de los artículos importados descendieron un 2,6% en el período 1990/96, mientras que las cantidades adquiridas crecieron un 500%. De esta forma, el valor importado total se incrementó un 483%.

Entre 1990 y 1996 se observó un importante cambio en la demanda de importación argentina. A comienzos de este período, los Bienes Intermedios representaban más del 50% del valor total importado y los Bienes de Capital y sus Piezas y Accesorios aproximadamente el 33%. Seis años más tarde, son los Bienes de Capital y sus Piezas y Accesorios los que representan casi el 50% del total importado, habiendo disminuido la participación del rubro Bienes Intermedios.

El rubro Bienes de Consumo fue el que mostró el mayor crecimiento, ya que su valor se incrementó 14 veces entre 1990 y 1996, aumentando su participación en el total importado desde el 8,1% en 1990 hasta el 14,7% en 1996.

El valor importado de los Bienes de Capital se incrementó un 785% mientras que Piezas y Accesorios registraron un crecimiento del 494,3%.



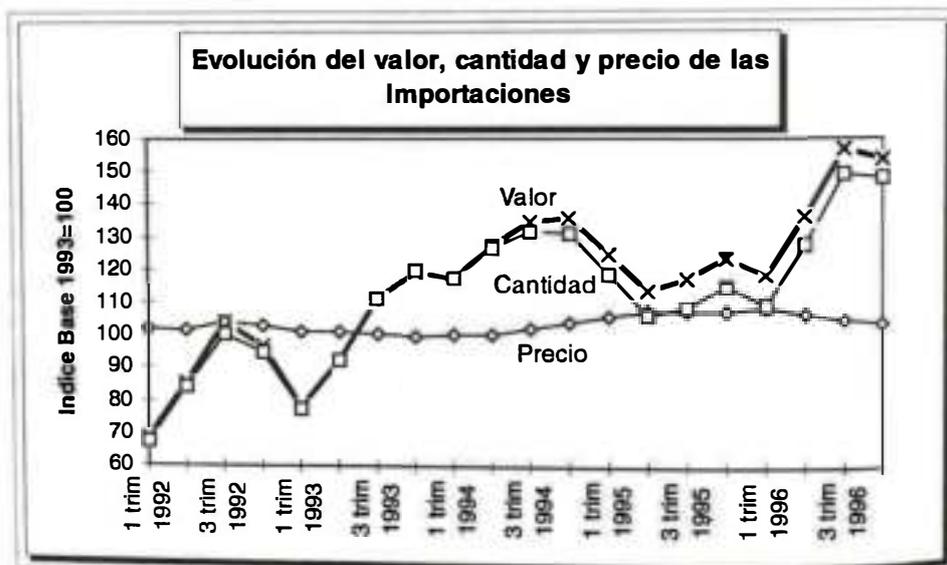
Cuadro 4.4: Variación del valor, cantidad y precio de los Productos Importados 1990 / 1996

| | Importac. Totales | Bienes de Capital | Bienes Intermed. | Comb. y Lubric. | Piezas acc. p/B. Cap. | Bienes de Consumo |
|----------------|-------------------|-------------------|------------------|-----------------|-----------------------|-------------------|
| Var. Precio | -2,6% | -1,1% | -0,4% | -44,2% | 8,4% | 11,9% |
| Var. Cantidad | 499,6% | 790,5% | 307,5% | 369,7% | 447,1% | 1150,0% |
| Var. Valor | 482,7% | 785,1% | 306,1% | 162,2% | 494,3% | 1301,3% |
| Particip. 1990 | | 15,9% | 51,0% | 7,9% | 17,0% | 8,1% |
| Particip. 1996 | | 27,8% | 34,4% | 3,5% | 19,6% | 14,7% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.

En el gráfico 4.5 se puede apreciar como la crisis derivada de la devaluación mexicana no afectó demasiado los precios de importación, realizándose el ajuste mediante una caída del volumen.

Gráfico 4.5:



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.

4.4. Balanza de pagos

En la Balanza de Pagos se registran las transacciones que realizan los residentes de un país (empresas, gobierno y familias) con todos aquellos que residen en el exterior. Son tres las partidas que la componen: Cuenta Corriente, Cuenta Capital y Variación de Reservas. La primera agrupa los movimientos de mercancías (exportaciones e importaciones), servicios reales (turismo, fletes, seguros, etc.), servicios financieros (intereses, dividendos, etc.) y transferen-



cias unilate
originados
ambas cuer

En el g
mos años. l
ventas, mie
comercial d

Durante
ciones, lo q
desacelerar
manera, con
alcanzó a U

Gráfico



Fuente

Tal como s
reales y financ
que en concep
Cuenta Corrien
registrado en i
Argentina, de a
año, monto que
del FMI, el déf

En el conte
gentina absorba
tante destacar c
volumenes de i

⁴ Calculado en base
por su valor CIF ro

Balanza de la Eco

cias unilaterales (donaciones, etc.). La Cuenta Capital computa los movimientos de fondos originados en préstamos del o al exterior y en transacciones financieras. La diferencia entre ambas cuentas da origen a variaciones en el nivel de reservas internacionales.

En el gráfico 4.6 se observa la evolución de las exportaciones e importaciones en los últimos años. En el primer semestre de 1995 las compras externas superaron ampliamente a las ventas, mientras que en el segundo semestre esta relación se revirtió y se alcanza un superávit comercial de US\$ 2.238 millones.

Durante 1996 se registraron tasas similares de crecimiento en las exportaciones e importaciones, lo que derivó en un superávit comercial de US\$ 1.621 millones. En 1997 se aprecia un desaceleramiento en las ventas externas y un crecimiento sostenido en las compras. De esta manera, como se observa en el gráfico 4.6, el déficit comercial en el primer semestre de 1997 alcanzó a US\$ 470 millones, y se estima que será de US\$ 2.000 millones al finalizar el año⁴.

Gráfico 4.6:



Fuente: Elaboración propia en base a datos del INDEC.

Tal como se observa en el cuadro 4.5, en el primer semestre del presente año, los servicios reales y financieros implicaron una salida de divisas de más de US\$ 3.500 millones, mientras que en concepto de transferencias se recibieron US\$ 170 millones. Por lo tanto, el déficit de Cuenta Corriente alcanzó US\$ 3.800 millones, una cifra mayor al rojo de US\$ 1.278 millones registrado en igual período del año anterior. Se estima que el déficit de la Cuenta Corriente Argentina, de acuerdo a la metodología oficial, será de más de 10.000 millones para el corriente año, monto que supera el saldo negativo registrado en 1994. De acuerdo a la forma de cálculo del FMI, el déficit aumentaría alrededor de US\$ 2.000.

En el contexto de expansión de la economía nacional, no es descabellado pensar que Argentina absorba más bienes y servicios que los que provee al mercado internacional. Es importante destacar que gran parte del déficit comercial viene acompañado de incrementos en los volúmenes de inversión, dado el substancial crecimiento de las compras de bienes de capital y

⁴ Calculado en base a exportaciones e importaciones a valor FOB, el déficit comercial considerando importaciones por su valor CIF rondaría los US\$ 4.300 millones.



sus piezas y accesorios. No obstante, teniendo en cuenta la histórica salida de divisas por el pago de servicios reales y financieros, se advierte la necesidad de acelerar y estimular las ventas externas argentinas, ya que ésta es la única forma genuina de generar divisas.

El déficit de cuenta corriente debe financiarse con capitales que ingresan a nuestra economía o con la pérdida de reservas internacionales. En el primer caso, es importante que los mismos sean principalmente privados, ya que de no ser así el gobierno estaría contrayendo una nueva deuda, que podría significar un aumento de la presión fiscal en el futuro.

Analizando el saldo de la cuenta capital y financiera, se observa que ésta arrojó un superávit de US\$ 4.921 millones en los primeros seis meses del corriente año, lo que significó un incremento de más de US\$ 2.250 respecto a igual período del año anterior. Este saldo se compone de ingresos del sector privado no financiero (incluyendo otros movimientos de capital) por US\$ 4.080 millones, ingresos del sector público más el Banco Central por US\$ 3.382 y salidas del sector bancario (otras entidades financieras excluido el BCRA) por US\$ 2.541 millones.

El superávit del sector público no financiero se originó tanto en la colocación de títulos públicos, como en los ingresos generados por operaciones financieras de los gobiernos provinciales y municipales. En este sentido, se pueden mencionar la privatización de ESEBA en la provincia de Buenos Aires y una colocación de deuda a no residentes por parte de la Ciudad de Buenos Aires.

Cuadro 4.5: Balanza de Pagos 1992 - 1997

| | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | I sem. '97 |
|---|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 1. CUENTA CORRIENTE | -5,403 | -7,031 | -9,310 | -2,446 | -3,952 | -3,832 |
| 1.1 Cuenta Mercancía | -1,450 | -2,427 | -4,238 | 2,238 | 1,621 | -470 |
| 1.1.1. Exportaciones FOB | 12,235 | 13,117 | 15,839 | 20,964 | 23,811 | 12,559 |
| 1.1.2. Importaciones FOB | 13,685 | 15,544 | 20,078 | 18,726 | 22,190 | 13,029 |
| 1.2. Cuenta Servicios | -4,614 | -5,015 | -5,392 | -5,116 | -5,907 | -3,532 |
| 1.2.1. Servicios Reales | -2,210 | -2,633 | -2,845 | -2,175 | -2,412 | -1,755 |
| 1.2.2. Servicios Financieros | -2,404 | -2,382 | -2,547 | -2,941 | -3,495 | -1,777 |
| Utilidades y Dividendos | -845 | -1,273 | -1,270 | -1,871 | -2,107 | -1,071 |
| Intereses Pagados | -3,383 | -3,231 | -4,177 | -5,443 | -5,966 | -3,288 |
| Intereses Cobrados | 1,824 | 2,122 | 2,900 | 4,373 | 4,578 | 2,582 |
| 1.3. Transferencias | 661 | 411 | 320 | 432 | 334 | 170 |
| 2. CUENTA CAPITAL | 8,507 | 11,408 | 9,868 | 2,377 | 7,734 | 4,921 |
| 2.1 Sector Bancario | 775 | -1,903 | 2,084 | 4,333 | -178 | -3,164 |
| 2.2 Sector Público no Financiero | 1,376 | 7,082 | 3,168 | 5,865 | 8,879 | 4,005 |
| 2.3 Sector Privado no Financiero | 1,358 | 3,378 | 1,698 | 4,368 | 4,340 | 3,457 |
| 2.4 Otros Movimientos de Capital (1) | 4,998 | 2,851 | 2,918 | -12,189 | -5,307 | 623 |
| 4. VARIACION RESERVAS | 3,104 | 4,377 | 558 | -69 | 3,782 | 1,089 |

Nota: (1) Comprende los movimientos de capital pendientes de clasificación y los errores y omisiones de estimación.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del MEyOSP.

⁵ Informe Económico, MEyOSP primer trimestre de 1997.



Como se señala en el Informe Económico del Ministerio de Economía⁵ “desde el segundo trimestre de 1995, el sector público recurrió en forma sostenida a fuentes de financiamiento externas para cubrir los requerimientos de las cuentas fiscales”. Si bien por este medio se financió gran parte del déficit de balanza de pagos, una vez más se advierte la importancia de alcanzar una estricta disciplina fiscal, que garantice los fondos necesarios para afrontar futuras situaciones adversas a la economía nacional. Nuevamente se remarca la necesidad de estimular al ahorro doméstico, elemento que repercutiría favorablemente en la deficitaria cuenta de los servicios financieros.

El saldo negativo que se observa en las operaciones externas del sistema bancario se debió fundamentalmente a que algunas entidades residentes realizaron colocaciones y préstamos en el exterior. Esta salida fue compensada en parte por aportes de capital y por una mayor captación de depósitos de no residentes.

En el primer semestre del año, el importante saldo positivo de la cuenta capital del sector privado se originó principalmente en las colocaciones de bonos y títulos y de inversiones directas, en el marco de una buena situación de liquidez internacional y de aumentos en el nivel de actividad económica.

Es probable que a partir de la crisis asiática, el flujo de fondos hacia los países emergentes disminuya. No obstante, exponer las virtudes y debilidades de la economía argentina, puede contribuir a que los inversores extranjeros reduzcan su incertidumbre, lo que posibilitaría una cierta diferenciación respecto a los restantes mercados emergentes.

El incremento de las reservas del Banco Central, estimado en más de US\$ 2.000 millones, demuestra que el ingreso de capitales excede al desequilibrio externo. Se advierte que durante 1997, tanto el sector público como el privado han aumentado el plazo de sus colocaciones en el exterior. Los bonos colocados por el gobierno nacional en los mercados de capitales internacionales durante los ocho primeros meses del año tienen un promedio de vida de diez años frente a los dos años y medio de los bonos colocados en 1994 o a los ocho años y medio de los títulos colocados en 1996⁶.

No obstante ello, la vulnerabilidad argentina a los cambios en el entorno, el desaceleramiento de sus ventas externas y el peso de un deficitario sector público todavía constituyen rasgos característicos de la economía, aspectos sobre los cuales se deberá trabajar para construir bases más sólidas de crecimiento.

⁶ Ver revista CEAL, octubre de 1997.



5 SALARIOS, OCUPACION Y PRECIOS

5.1. Nivel de Actividad y Ocupación

En el cuadro 5.1 se efectúa una comparación de las tasas de desempleo para un conjunto de países seleccionados. Se observa que en los últimos años, Argentina presentó 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 | 1986 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 |
|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Argentina | 4,4 | 7,3 | 9,2 | 5,8 | 6,7 | 10,1 | 12,1 | 18,4 | 17,1 | 16,1 |
| Chile | 8,8 | 5,3 | 5,6 | 5,3 | 4,4 | 4,5 | 5,9 | 4,7 | 6,4 | |
| Brasil | 2,4 | 3,0 | 3,7 | 4,8 | 6,5 | 5,3 | 5,1 | 4,6 | 5,4 | |
| Estados Unidos | 7,0 | 5,3 | 5,5 | 6,7 | 7,4 | 6,8 | 6,1 | 5,6 | 5,4 | 4,9 |
| Canadá | 9,6 | 7,5 | 8,1 | 10,4 | 11,3 | 11,2 | 10,4 | 9,6 | 10 | 9,0 |
| Japón | 2,8 | 2,3 | 2,1 | 2,1 | 2,2 | 2,5 | 2,9 | 3,2 | 3,4 | 3,4 |
| Gran Bretaña | 7,0 | 5,3 | 5,5 | 6,7 | 7,4 | 6,8 | 6,1 | 5,6 | 5,4 | 5,3 |
| España | 20,0 | 17,2 | 15,7 | 15,2 | 18,4 | 21,5 | 23 | 22,9 | 22,3 | 20,9 |
| Italia | 11,1 | 12,0 | 11,0 | 10,9 | 11,6 | 10,4 | 11,3 | 12,1 | 12,2 | 12,4 |
| Nueva Zelandia | 4,0 | 7,1 | 7,8 | 10,3 | 10,3 | 9,5 | 8,2 | 6,3 | | |
| Rep. Corea | 3,8 | 2,6 | 2,4 | 2,3 | 2,4 | 2,8 | 2,4 | 2,0 | 2,0 | |
| Singapur | 4,1 | 3,3 | 2,2 | 1,7 | 1,9 | 2,7 | 2,7 | 2,6 | 2,7 | |

Fuente: Internacional Financial Statistics Yearbook 1997 IMF. CEPAL. The Economist, 27 sep. 1997.

Desde hace varias décadas, el mercado de trabajo argentino se ha caracterizado por una reducida tasa de actividad¹. En la década de 1980, este indicador fluctuó entre el 37% y el 40%, cuando en la mayoría de los países desarrollados superaba el 45%.

En el gráfico 5.1 expuesto al final del capítulo, 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 42,6%. Desde dicha fecha se inició una etapa decreciente, presentando en abril de 1996 un nivel de 41%. A partir de allí comienza a recuperarse hasta alcanzar en mayo de 1997 un nivel de 42,1%.

En nuestro país, la tasa de desempleo comenzó a ascender a un mayor ritmo a partir de 1992, pasando desde un 7% hasta un 18,4% en mayo de 1995. En abril de 1996, el nivel fue de

¹ Tasa de actividad: se calcula como porcentaje de la población económicamente activa sobre la población total.



17,1% disminuyendo hasta el 16,1% en mayo de 1997. En base a resultados preliminares sobre datos de la EPH para el Gran Buenos Aires, se estima que esta tendencia decreciente continuará, ubicándose la tasa de desempleo del país en octubre de 1997 entre un 15,6% y un 15,1%.

Para realizar un análisis del ritmo de crecimiento del empleo en Argentina, se cuenta con datos de la Encuesta Laboral del Ministerio de Trabajo. El índice promedio de empleo entre los primeros ocho meses de 1997 creció un 3,6% comparado con igual período del año anterior, mientras que esta variación es del 4,4% si se considera agosto de 1997 frente al mismo mes de 1996. El sector líder en este crecimiento es el de la construcción, seguido por el sector finanzas y comercio.

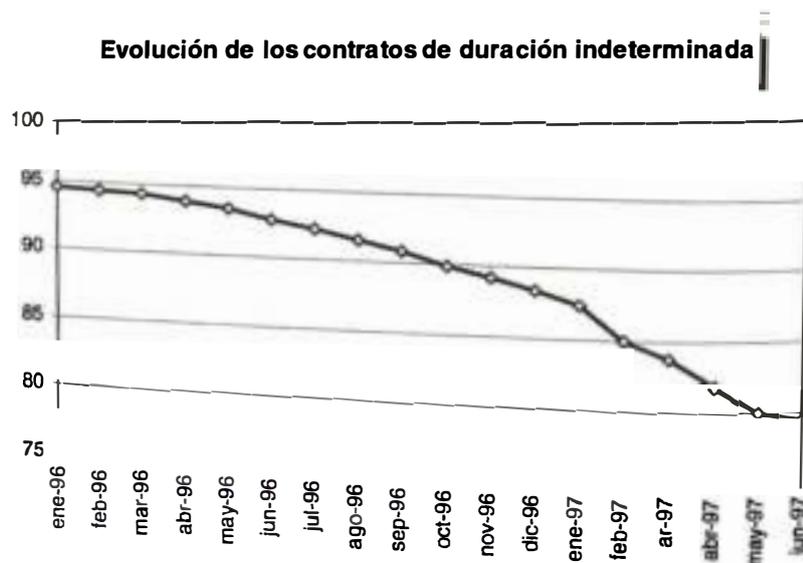
En cuanto a los resultados por tamaño de empresa, la encuesta oficial destaca que las PyMEs encabezaron el crecimiento anual del empleo (agosto 1997/agosto 1996) con un 8,3% en las empresas medianas y un 3,2% en las pequeñas. Por su parte, las grandes empresas mostraron un incremento anual del 2,8%.

Se confirma la tendencia hacia la desaparición del empleo tradicional, de jornada completa y contratos estables e indeterminados, orientándose hacia la incorporación de personal bajo formas más flexibles de contratación. Sin embargo, gran parte de estos contratos no han servido para crear nuevos empleos, sino para reemplazar trabajadores con contratos por tiempo indeterminado.

Resulta interesante analizar la composición del empleo, a partir de los datos del Ministerio de Trabajo para el Gran Buenos Aires. En el gráfico 5.2 se puede observar la evolución del empleo según los contratos de duración indeterminada desde enero de 1996 hasta junio de 1997. Los mismos pasaron de representar el 94,6% a un 79,4% del total de empleos, implicando una disminución del orden del 16%.

Por otra parte, el gráfico 5.3 muestra que los contratos de duración determinada se duplicaron en el mismo período, aumentando desde un 3,2% hasta un 6,9%. Asimismo, se registró un gran incremento en la cantidad de contratos a prueba, variando desde un 1,3% en enero de 1996 hasta un 12,5% en mayo de 1997. Las últimas cifras, de junio del corriente año, indican que la tendencia aún continúa en alza, llegando hasta un 13,6%. Es decir, que durante el período comprendido entre enero de 1996 y junio de 1997, los contratos de trabajadores a prueba llegaron a multiplicarse 10 veces.

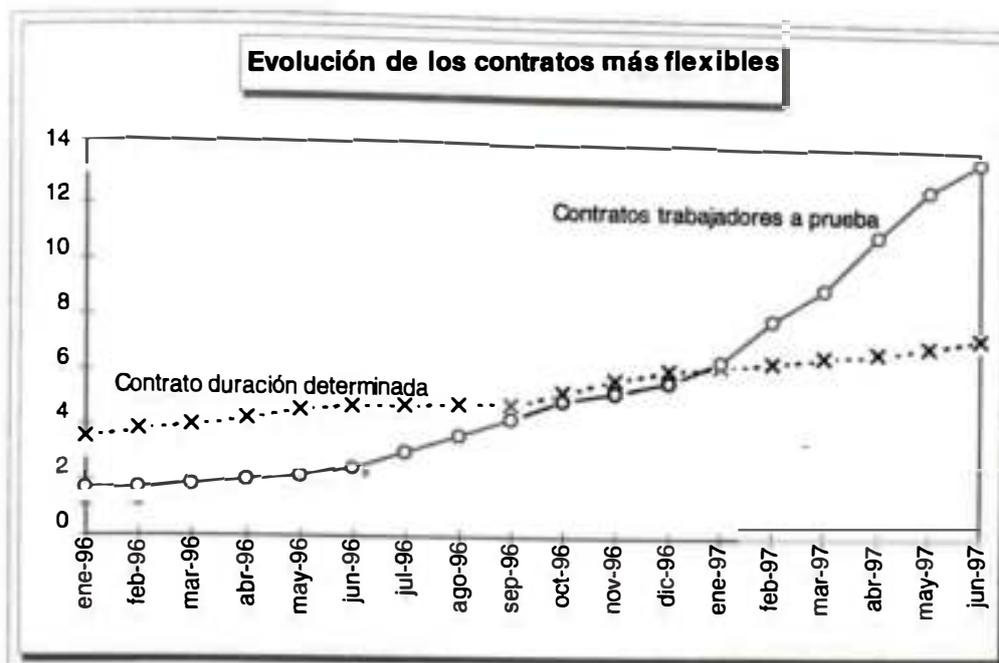
Gráfico 5.2:



Fuente: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Fiel.

Estos sistemas de contratación más flexibles, los cuales no presumen una relación laboral muy estable, muestran una alta tasa de rotación de los empleos.

Gráfico 5.3:



Fuente: Ministerio de Trabajo y Seguridad Social, Fiel.

Por otro lado, el número de trabajadores en negro se ha incrementado. Un estudio de la CEPAL² estima que el 56% de los empleos en América Latina pertenece a sectores informales de la economía. El 84% de los nuevos empleos en la región entre 1990 y 1996, fue generado por la economía informal, sectores inestables que no ofrecen garantías laborales a los trabajadores ni generan impuestos para el Estado.

En Argentina, el INDEC estima que los asalariados sin jubilación aumentaron en el transcurso del último año desde un 33,6% hasta un 38,1%. Dentro de este porcentaje, se encuentran más de 150.000 contratados a prueba o en forma transitoria y más de 1.000.000 trabaja totalmente en negro. Los sectores que cuentan con mayor proporción de trabajadores informales son la construcción, el comercio, el transporte, las comunicaciones y el servicio doméstico.

Otro estudio efectuado por la consultora Gallup³ de Argentina, destaca que en nuestro país el 32% de los trabajadores recibe su salario totalmente en negro y un 12% adicional percibe sólo una parte de manera ilegal. Los más afectados por este tipo de pagos son los de bajo nivel socioeconómico (el 59% de los mismos trabaja en negro⁴), seguidos por el sexo femenino (el 35% de las mujeres son ocupadas en el sector informal). Realizando una clasificación por edad, son los jóvenes de entre 18 y 24 años los más perjudicados.

Estos trabajadores en negro, además de no contar con un sistema de seguridad social, ni poder exigir sus derechos laborales, reciben un salario hasta un 40% inferior al de los trabajadores registrados.

² "La Brecha de la Equidad, América Latina y el Caribe y la Cumbre Social" CEPAL 1997.

³ Encuesta realizada a nivel nacional, durante el tercer trimestre de 1997, entrevistando a 1.230 personas.

⁴ Esta proporción sólo alcanza al 18% para el nivel más alto (ABC1).



La mejora en el funcionamiento del mercado laboral se debe a la fuerte creación de puestos de trabajo, estimada en 518.000 (5,6% entre mayo de 1996 y mayo de 1997). Sin embargo, se debería analizar la calidad de estos puestos ya que por lo general, son precarios y de corta duración. Además, se debería evaluar la eficacia de estas políticas activas del gobierno, las cuales pueden lograr en el corto plazo alguna reducción en el desempleo sobre un grupo específico, pero siguen un patrón de subsidios en lugar de una inserción real en el mercado laboral.

Al respecto, se puede mencionar el Programa Trabajar, que genera empleos para jefes de familia con necesidades básicas insatisfechas, el Programa Forestar y el Proyecto Joven de capacitación. Actualmente, el plan de trabajo para jefes de hogares desempleados mayores de 45 años, ha destinado \$500 millones para incentivar a las empresas a ocupar personal con estas características. En el marco de este plan, el Gobierno pagaría una parte del salario en efectivo: \$150 mensuales el primer año y \$100 los seis meses siguientes, para beneficiar a unos 200 mil trabajadores. Una vez cumplido el plazo, las empresas deberán hacerse cargo del salario total, buscando a través de este programa, promover una relación laboral más estable.

Para poder superar estas altas tasas de desempleo, la Modernización Laboral debería comprender aspectos tales como rebajas de los impuestos al trabajo, formas más flexibles de contratación, reformas al régimen de accidentes de trabajo, descentralización de los convenios colectivos de trabajo y un régimen de capitalización para indemnizaciones por despido, entre otros.

También se debería avanzar en una mayor capacitación de la fuerza laboral, para que la misma se encuentre en condiciones de afrontar los requerimientos crecientes del mercado. El nivel educativo y la capacitación de los trabajadores son elementos de gran importancia, dada la conocida relación inversa entre el desempleo y la calificación de la mano de obra.

A partir de los datos de la EPH de mayo de 1997 para el Gran Buenos Aires se puede observar en el cuadro 5.2 que, a medida que aumenta el nivel educativo de un individuo, las probabilidades de estar desocupado son menores. La mayor proporción de desocupados se encuentra con el nivel primario completo, mientras que lo contrario sucede con aquellos que han completado un nivel superior universitario.

Cuadro 5.2: Población según nivel de educación - Mayo 1997.

| Población | Total | Sin Instrucción | | Primario | | Secundario | | Univers. y Sup. | |
|------------|-------|-----------------|-------|----------|-------|------------|-------|-----------------|-------|
| | | Incomp. | Comp. | Incomp. | Comp. | Incomp. | Comp. | Incomp. | Comp. |
| Total | 100% | 10,9% | 20,1% | 22,6% | 19,5% | 11,8% | 8,1% | 7,0% | |
| Ocupada | 100% | 0,7% | 7,6% | 25,6% | 20,6% | 17,6% | 13,1% | 14,7% | |
| Desocupada | 100% | 0,0% | 11,4% | 31,2% | 22,2% | 17,4% | 11,4% | 5,4% | |
| No activa | 100% | 19,2% | 29,7% | 19,3% | 18,5% | 7,8% | 4,3% | 2,0% | |

Nota: Corresponde a datos del Gran Buenos Aires, mayo 1997.
Fuente: EPH del INDEC.

En el cuadro 5.3 se analiza la ola de la EPH de Mayo de 1988 para el Gran Buenos Aires, fecha en que la desocupación ascendía al 6,3%. En ese año, la influencia del nivel educativo era aún mayor, ascendiendo el porcentaje de desocupados con el nivel primario completo a 35,1% frente al 31,2% de 1997. Una disminución similar muestra la población desocupada con primario incompleto y secundario incompleto para el mismo período.



Cuadro 5.3: Población según nivel de educación - Mayo 1988.

| Población | Total | Sin | | Primario | | Secundario | | Univers. y Sup. | |
|------------|-------|-------------|---------|----------|---------|------------|---------|-----------------|--|
| | | Instrucción | Incomp. | Comp. | Incomp. | Comp. | Incomp. | Comp. | |
| Total | 100% | 9,9% | 25,4% | 23,4% | 16,6% | 9,5% | 5,4% | 4,5% | |
| Ocupada | 100% | 1,0% | 11,9% | 28,0% | 18,0% | 14,2% | 9,1% | 9,7% | |
| Desocupada | 100% | 1,4% | 14,3% | 35,1% | 24,8% | 11,9% | 5,7% | 3,5% | |
| No activa | 100% | 16,0% | 34,5% | 20,0% | 15,4% | 6,4% | 3,0% | 1,3% | |

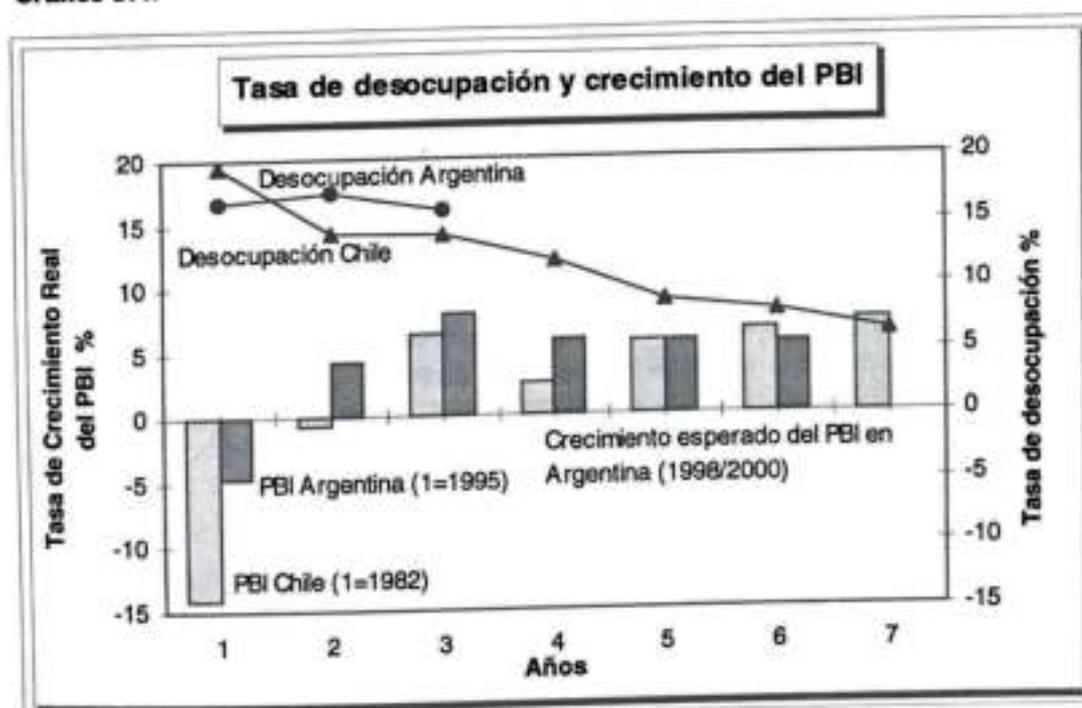
Nota: Corresponde a datos del Gran Buenos Aires, mayo 1988.
Fuente: EPH del INDEC.

Sin embargo, es notable el aumento de la desocupación entre 1988 y 1997 en los niveles más calificados. Si consideramos los desocupados con un nivel secundario completo o superior, éstos representaban el 21,1% de los desocupados totales en 1988, y pasaron a ser un 34,2% en 1997. Es decir, que en el proceso de desempleo creciente, se ha ido perdiendo la influencia del nivel educativo sobre la posibilidad de encontrar trabajo.

Si se efectúa una comparación con Chile, se observa que dicho país sufrió un aumento considerable del desempleo a comienzos de la década de los ochenta. En 1982, alcanzó una tasa de desocupación del 19,4% acompañando la caída del 14,1% del PBI, junto con un proceso de alta inflación.

Como se puede observar en el gráfico 5.4, Chile logró una excelente recuperación en un período de seis años, con tasas de crecimiento promedio del PBI del 5%. En 1988, luego de un fuerte ajuste económico, el desempleo bajó a niveles del 6%; mientras que en los años siguientes y en la actualidad, oscila entre un 4% y un 6%.

Gráfico 5.4:



Nota: El año 1 representa 1982 en Chile y 1995 en Argentina. Los datos de desocupación corresponden al trimestre oct-dic. en Chile y oct. en Argentina para cada año.
Fuente: International Financial Statistics Yearbook 1997, FMI. I.N.E.de Chile e INDEC.



Bajo este pronóstico, sería posible que Argentina, luego de la caída de 1995 y de la recuperación presentada hasta el momento, mejore las perspectivas de empleo. Actualmente, se está revirtiendo la tendencia de desempleo creciente, con una tasa de desocupación del 16,1% a Mayo 1997 (estimada del 15,1% a octubre 1997) y un crecimiento del PBI del 7,8% para el presente año.

Continuando con la comparación con Chile, dadas las tasas de crecimiento esperadas del PBI para Argentina (superiores al 5% en los próximos tres años)⁵, la aplicación de las reformas laborales pendientes, las tendencias crecientes de empleo y la creación de nuevos puestos de trabajo, se podría esperar una notable disminución de la tasa de desempleo en nuestro país para el año 2001.

Se debe tener en cuenta que las situaciones vividas por ambos países no son exactamente las mismas. En Chile, el alto desempleo se produjo junto con la crisis de los ochenta, bajo un gobierno militar que aplicó una drástica reforma laboral. En este contexto, se redujo el poder de negociación de los trabajadores eliminando los monopolios sindicales, se flexibilizó la prohibición de los despidos y se restringieron las huelgas. Asimismo, se destacó el papel desempeñado por los mercados para la asignación de los recursos productivos, privatizando las empresas estatales y liberalizando el comercio. Se promovieron las exportaciones, el ahorro y la inversión interna, incrementando su competitividad internacional y dándole a la economía una orientación hacia el exterior.

5.2. Evolución de la Productividad Laboral

Uno de los principales efectos de las reformas económicas y el incremento de la inversión fue el crecimiento de la productividad laboral, que entre 1990 y 1996 creció un 57,6% en la industria. No obstante, como se observa en el gráfico 5.5, los incrementos de productividad no fueron homogéneos en todas las ramas industriales.

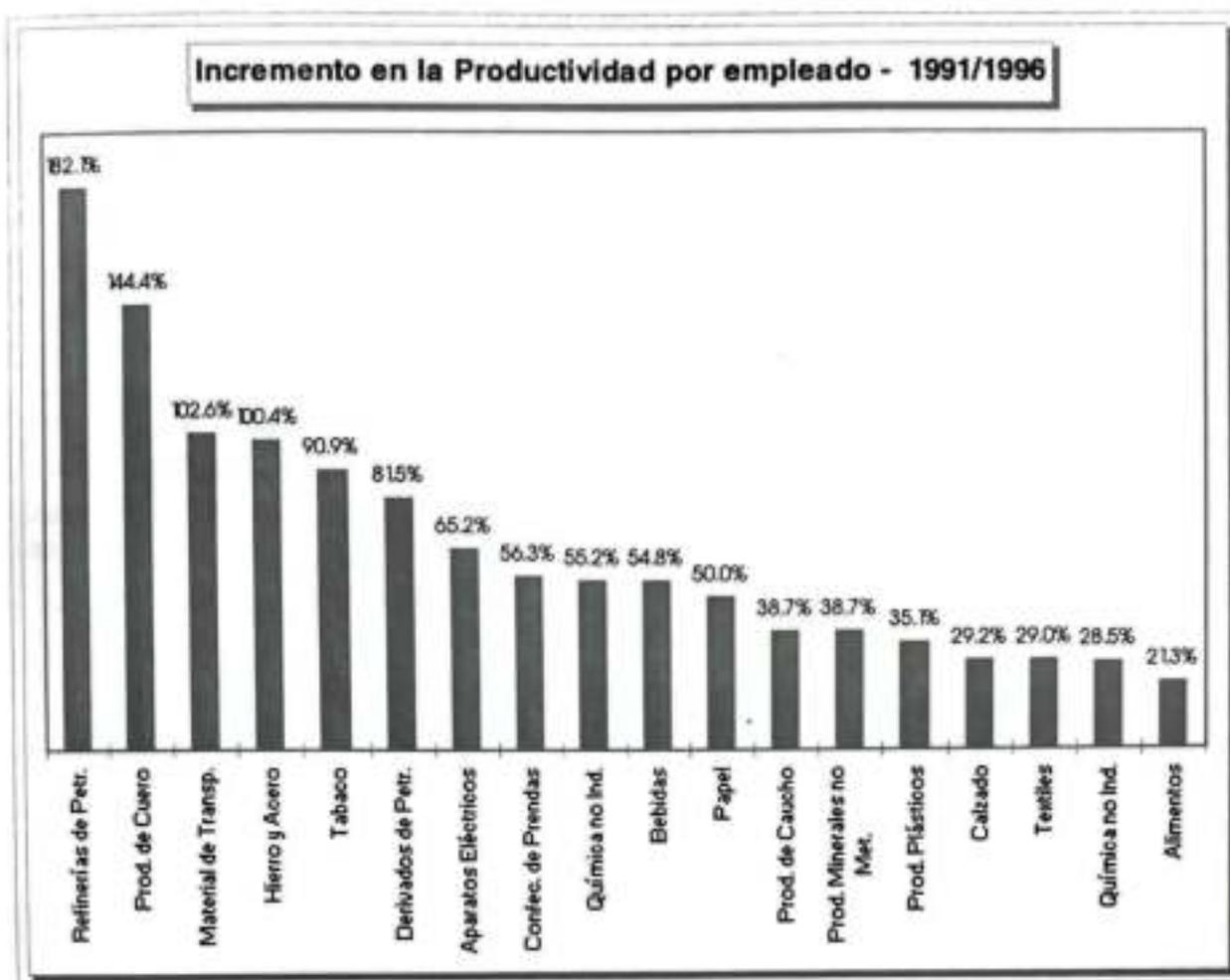
Las refinerías de petróleo y la industrialización del cuero lideraron los cambios observados, con aumentos del 182% y 144% respectivamente. Por otra parte, las empresas químicas no industriales y las alimenticias evidenciaron menores variaciones, con sólo un 28,5% y un 21,3% respectivamente. Tal como fue mencionado en capítulos anteriores, el incremento de la productividad laboral permitió mantener el poder adquisitivo de las exportaciones a pesar del atraso del tipo de cambio real medido de acuerdo a la evolución de los precios relativos internos y externos.

Por otra parte, para que el incremento de productividad se traduzca al mismo tiempo en un aumento de la capacidad adquisitiva del salario, los precios de los bienes y servicios expresados en dólares, especialmente los no transables, deberían crecer menos que los salarios traducidos en esa misma moneda.

⁵ Según proyecciones macroeconómicas, ver "Informe Económico N° 22" segundo trimestre de 1997, Secretaría de Política Económica del Ministerio de Economía y Obras Servicios Públicos de la Nación.



Gráfico 5.5:



Fuente: Centro de Estudios para la Producción.

5.3. Evolución de los Niveles de Pobreza

La evolución de la pobreza por nivel de ingresos se relaciona en forma marcada con la coyuntura del mercado laboral. Si algún miembro del hogar está desocupado, principalmente el jefe, la probabilidad de caer por debajo de la línea de pobreza aumenta, especialmente en los estratos de bajos ingresos.

El gráfico 5.6 al final del capítulo, expone tres indicadores de pobreza en el Gran Buenos Aires. En primer término, se considera 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, cuando disminuyó levemente. En mayo de 1996 alcanzó un valor de 5,5%, sensiblemente superior al 4,8% registrado en octubre de 1995. En el transcurso de 1997, se observa una disminución, alcanzando el 4,1% la proporción de hogares bajo la línea de indigencia en el Gran Buenos Aires.

En segundo lugar, la proporción de hogares por debajo de la línea de pobreza indica aque-

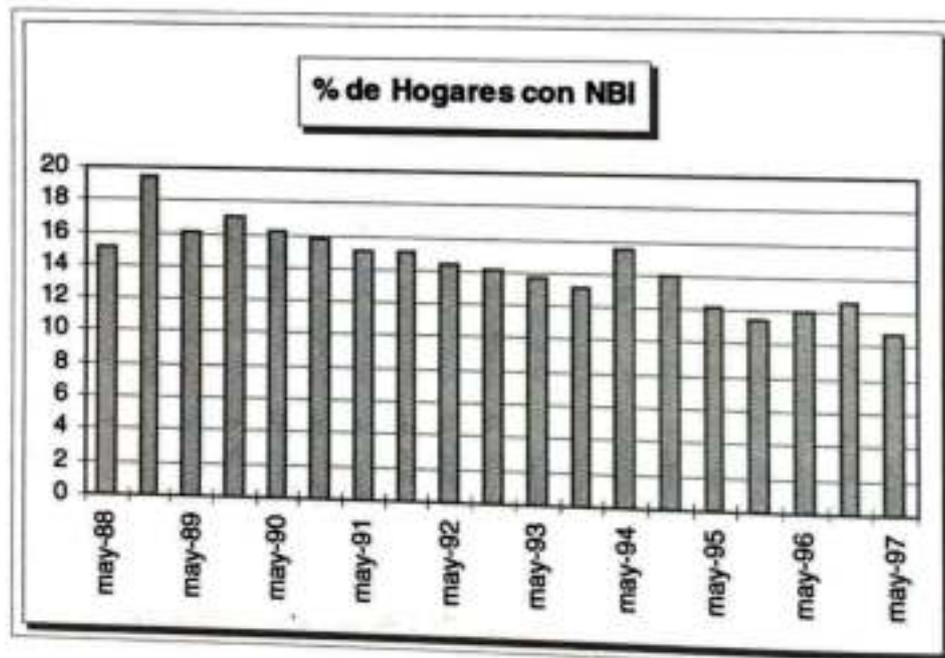


llos hogares que no poseen ingresos suficientes para obtener la canasta de alimentos mencionada, más un conjunto de bienes y servicios no alimentarios. Dicho indicador comenzó a aumentar a partir de mayo de 1994. En mayo de 1997, se logró una disminución, alcanzando un 18,8% la proporción de hogares bajo la línea de pobreza del Gran Buenos Aires.

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 el 38,3% y 33,7%, respectivamente; y el porcentaje de hogares bajo la línea de indigencia registró un valor de 10,5% y 9,2%, respectivamente.

Por último, en el gráfico 5.7 se expone el indicador de las necesidades básicas insatisfechas, el cual 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 cuatro 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.

Gráfico 5.7:



Fuente: INDEC.

Si bien la tendencia histórica fue decreciente, en mayo de 1994 aumentó, alcanzando un valor de 15,5%, nivel similar a los de 1991. Posteriormente, continuó descendiendo hasta un 12% en mayo de 1996, llegando a sólo un 10,7% en mayo de 1997.

Esto indicaría una tendencia favorable y una mejora relativa de los indicadores en el corto plazo, pero un deterioro respecto a los mínimos históricos de las series, que se encuentran, en general, en mayo de 1994. Sin embargo, la variable que representa un indicador de pobreza más estructural (necesidades básicas insatisfechas) ha disminuido desde un 19,5% en octubre de 1989 hasta un mínimo histórico de un 10,7% en mayo de 1997, lo cual resulta muy alentador.



5.4. Distribución del Ingreso y Equidad

América Latina es la región del mundo donde el ingreso está distribuido en forma más inequitativa⁶. El coeficiente de Gini⁷ para la región es 0,56, por encima de otros países en desarrollo o de los países del Sudeste Asiático, y sólo comparable con el promedio de los países africanos. Sin embargo, para los países más ricos este coeficiente alcanza valores cercanos a 0,3.

La elevada inequidad en la distribución del ingreso en América Latina tiene sus orígenes en el nivel y la composición de sus recursos productivos y la forma en que los mismos están distribuidos. La región posee una suficiente cantidad de capital físico, abundantes recursos naturales pero un pobre capital humano, en comparación con otras partes del mundo. Esto nos lleva a una gran concentración del ingreso.

Los bajos niveles educativos son una de las más serias causas de inequidad, como se verá más adelante en el apartado de Educación del capítulo "Mercado de Trabajo y Aspectos Sociales" en la sección correspondiente a la provincia de Córdoba. En comparación con el Sudeste Asiático, América Latina presenta una mayor concentración en la distribución del ingreso.

Incrementos en la inversión de entre 4 y 5 puntos del PBI, están asociados con un punto de disminución del coeficiente de Gini. Un año de aumento en el promedio educativo (sobre el nivel educativo según el grado de desarrollo del país) está asociado a reducciones en el coeficiente Gini de 2 puntos o más⁸.

En América Latina, la fuerza laboral presenta un promedio de dos años menos de lo que debería poseer según el grado de desarrollo de la región; esta brecha asciende a cuatro años menos si se compara con los países del Sudeste Asiático.⁹

Altos niveles educacionales ayudan a reducir las inequidades, pero a su vez, la mayor concentración de la educación refuerza las desigualdades en la distribución del ingreso. Las reformas en América Latina han aumentado las oportunidades de empleo y los salarios para los trabajadores calificados.

Un análisis de la participación de cada nivel poblacional en la distribución del ingreso nacional se expone en el cuadro 5.4.

Cuadro 5.4: Distribución del Ingreso por quintil¹⁰ poblacional

| Quintil Poblacional | Estados Unidos 1985 | Argentina 1997 | Chile 1994 | Brasil 1989 |
|---|------------------------|-------------------|---------------|----------------|
| 1 | 4,7 | 4,3 | 3,5 | 2,1 |
| 2 | 11,0 | 8,8 | 6,6 | 4,9 |
| 3 | 17,4 | 13,5 | 10,9 | 8,9 |
| 4 | 25,0 | 20,7 | 18,1 | 16,8 |
| 5 | 41,9 | 52,9 | 61,0 | 67,5 |
| Tasa de máxima de redistribución | 26,9 | 33,4 | 41,0 | 47,5 |

Fuente: Elaboración propia en base a World Development Indicators 1997, World Bank.

⁶ Londoño y Székely (1997) "Distributional Surprises after a Decade of Reforms: Latin America in the 1990's" Interamerican Development Bank, Washington, D.C.

⁷ Coeficiente Gini establece el grado en que la distribución del ingreso se desvía de una distribución de perfecta igualdad, donde todas las personas poseen la misma participación en el ingreso. Coef. Gini = 0 perfecta equidad, Coef. Gini = 1 absoluta inequidad

⁸ "Latin America after a Decade of Reforms" Economic and Social Progress in Latin America. 1997 Report. Interamerican Development Bank, Washington, D.C.

⁹ Ver Educación. Evolución y Rendimiento del Capital Humano, Capítulo Mercado de Trabajo y Aspectos Sociales de la Provincia de Córdoba.

¹⁰ Quintil: representa el 20% de la población.



En el mismo, se observa que Estados Unidos es el país menos inequitativo.

La Tasa de Máxima de Redistribución¹¹ es una medida de bondad de la distribución del ingreso. Se calcula sumando las diferencias positivas (o negativas) entre lo que le corresponde del ingreso a cada decil y lo que idealmente le correspondería si la distribución del ingreso fuese perfecta (si cada 10% de la población se llevara un 10% del ingreso). Cuanto más alta es la Tasa de Máxima de Redistribución, mayor es la desigualdad en la distribución del ingreso.

Para analizar detalladamente la distribución del ingreso en Argentina, se efectúan ciertos cortes transversales, tal como se presenta en el cuadro 5.5.

Cuadro 5.5: Distribución del Ingreso

| Decil | 1980 | 1984 | 1989 | 1991 | 1993 | 1994 | 1996 | 1997 |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 1° decil | 2,6% | 2,4% | 1,7% | 2,4% | 1,9% | 1,9% | 1,7% | 1,6% |
| 2° decil | 3,6% | 3,5% | 2,9% | 3,3% | 2,8% | 2,9% | 2,7% | 2,7% |
| 3°, 4° y 5° decil | 15,6% | 16,2% | 14,6% | 15,1% | 15,5% | 15,7% | 15,3% | 14,9% |
| 6°, 7° y 8° decil | 28,8% | 28,5% | 27,3% | 28,6% | 28,1% | 28,8% | 28,5% | 27,9% |
| 9° decil | 16,1% | 14,8% | 15,9% | 16,1% | 15,7% | 15,9% | 15,9% | 15,8% |
| 10° decil | 33,1% | 34,6% | 37,5% | 34,6% | 36,1% | 34,8% | 35,9% | 37,1% |
| Tasa Máxima de Redistribución | 31,1% | 30,8% | 33,6% | 31,7% | 32,3% | 31,8% | 32,7% | 33,4% |

Nota: Participación de los tramos de la población indicados en el ingreso total, Gran Buenos Aires.
Fuente: Elaboración propia en base a datos de EPH del INDEC.

La tasa de máxima redistribución alcanza un 33,4% en 1997, nivel que sólo ha sido superado con la hiperinflación de 1989, cuando este indicador ascendió a un 33,6%. Sin embargo, en 1989 los más pobres poseían una mayor participación en el ingreso, con un 1,7% y un 2,9%, para el 1° y 2° decil, respectivamente; en comparación con 1997 donde estos valores alcanzan un 1,6% y 2,7%. Es la clase media en su conjunto, la que presenta una mejor posición en la distribución del ingreso en 1997 frente a 1989.

Si se divide la clase media (un 60% de la población) en Baja (30%) y Alta (30%), se observa que la clase media baja posee una participación en el ingreso que ha variado entre un 15,6% en 1980, 14,6% en 1989 y un 14,9% en 1997. Por otra parte, la clase media alta se encuentra más próxima a la distribución óptima, variando entre un 28,8% en 1980, 27,3% en 1989 y un 27,9% en 1997.

Otra medida simple para considerar la distribución del ingreso es el cociente entre la proporción del ingreso que recibe el 10% de la población más rica sobre el 10% más pobre (10° decil / 1° decil). Se puede considerar también un grupo más amplio, tomando un 20% de la población en esta comparación (5° quintil / 1° quintil).

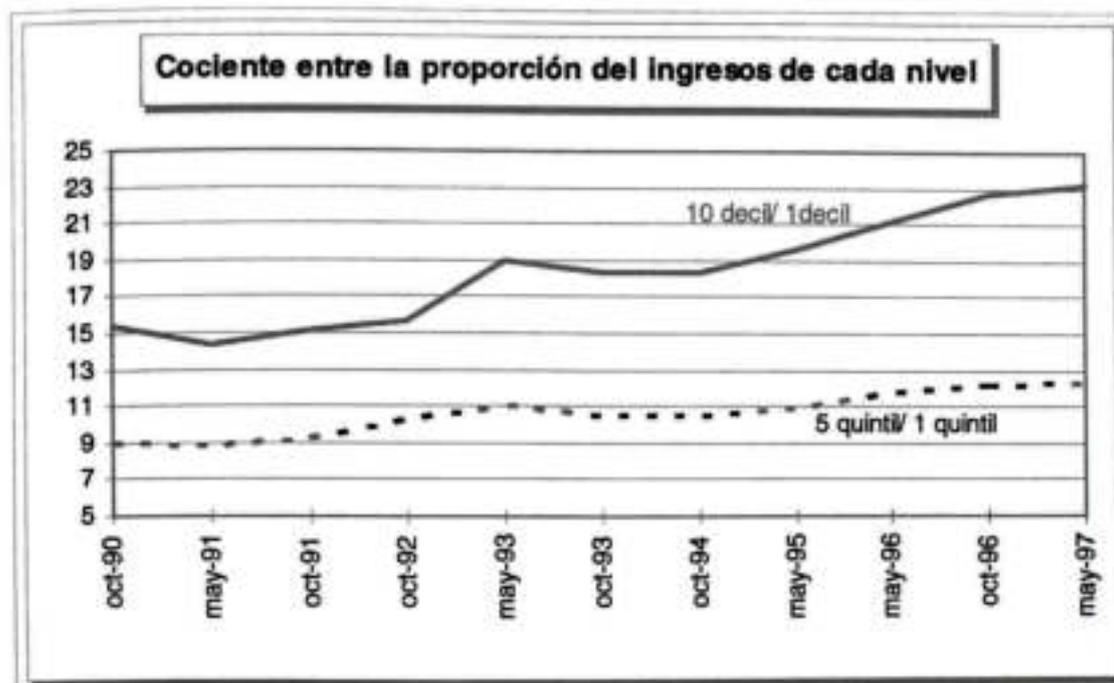
En el gráfico 5.8 se desarrolla una serie completa con el objetivo de analizar la desigualdad en la distribución del ingreso en el período 1990-1997.

Es notable cómo la pendiente de la curva es más pronunciada al considerar los deciles poblacionales, mientras que en el caso de los quintiles, se produce una menor variación. Esto indica que la mayor desigualdad ocurre en los extremos del 10% de la población, donde el 10% más rico en 1997 posee un ingreso 23,2 veces superior al del 10% más pobres. Esta comparación, para los extremos del 20% de la población, presenta una disparidad sólo de 12,3.

¹¹ Carta Económica.



Gráfico 5.8:



Fuente: EPH del INDEC.

En el análisis precedente, deben tenerse en cuenta las dificultades estadísticas derivadas de la economía informal así como la influencia de la inmigración proveniente de países vecinos, alentada por las mejores remuneraciones ofrecidas en Argentina.

5.5. Evolución de los Precios

El cuadro 5.6 muestra las tasas de inflación por trimestre de distintos países desde el primer trimestre de 1995 hasta el segundo trimestre de 1997. Puede observarse que en el caso del Índice de Precios al Consumidor (IPC), Argentina es el único país que presenta niveles inflacionarios con variación negativa. Todos los países analizados presentan disminuciones en el IPC respecto al trimestre anterior, excepto Japón que registró su máximo valor dentro del período considerado.

En Argentina, la inflación minorista del 0,4% en el 1º trimestre de 1997 estuvo influenciada por la suba de los rubros Transporte y Comunicaciones (3,9%), Vivienda (0,5%) y Esparcimiento (2,7%). Sin embargo, uno de los capítulos de mayor ponderación dentro del IPC, Alimentos y Bebidas, cayó un 0,6%, mientras que Indumentaria disminuyó un 0,9%.

Durante el 2º trimestre, se observó una deflación originada en la caída de los rubros Esparcimiento (2,8%) como consecuencia del descenso estacional del turismo, Vivienda (0,4%), Equipamiento del hogar y Bienes y servicios varios.

Si se considera la variación total del período enero-agosto, la inflación minorista fue del 0,6%, influenciada por un considerable aumento en el rubro Transporte y comunicaciones (3,6%) y Esparcimiento (1,3%) y una caída en Indumentaria (2,8%).



Cuadro 5.6: Tasas de Inflación Trimestral Internacionales-Precios al Consumidor

| Período | Argentina | Brasil | Chile | México | EE.UU. | Alemania | Japón | Francia |
|--------------|-----------|--------|-------|--------|--------|----------|-------|---------|
| I Trim. 95 | 0,8 | 3,2 | 1,7 | 14,5 | 0,5 | 0,9 | -0,4 | 0,9 |
| II Trim. 95 | 0,3 | 5,3 | 1,9 | 16,1 | 0,0 | 0,7 | 0,5 | 0,3 |
| III Trim. 95 | 0,3 | 0,0 | 0,0 | 6,1 | 0,8 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| IV Trim. 95 | 0,2 | 2,4 | 1,2 | 7,9 | 1,1 | 0,0 | -0,5 | 0,7 |
| I Trim. 96 | -0,6 | 3,1 | 1,4 | 8,3 | 1,0 | 1,0 | 0,2 | 1,2 |
| II Trim. 96 | -0,1 | 2,9 | 2,3 | 6,4 | 0,6 | 0,5 | 0,3 | 0,2 |
| III Trim. 96 | -0,6 | 1,8 | 1,2 | 4,5 | 0,7 | -0,1 | -0,1 | -0,5 |
| IV Trim. 96 | 0,1 | 1,1 | 1,5 | 6,1 | 0,8 | 0,0 | 0,0 | 0,8 |
| I Trim. 97 | 0,4 | 3,4 | 1,4 | 5,6 | 0,5 | 1,1 | 0,1 | 0,6 |
| II Trim. 97 | -0,2 | 2,6 | 0,9 | 2,9 | 0,3 | 0,7 | 2,2 | 0,0 |

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

Fuente: Ministerio de Economía y Obras y Servicios Públicos. CEAL, FMI y The Economist.

En cuanto al Índice de Precios Mayoristas (IPIM), el cual se puede apreciar en el cuadro 5.7, Argentina presentó una variación negativa durante los tres últimos trimestres analizados. Asimismo, Francia y Estados Unidos registraron idéntico comportamiento durante el 2º trimestre de 1997.

Por otro lado, Chile y Alemania fueron los únicos en presentar un aumento en la inflación mayorista. Se destaca México por haber reducido notablemente los niveles del IPIM en el período considerado.

Cuadro 5.7: Tasas de Inflación Trimestral Internacionales - Precios Mayoristas (I)

| Período | Argentina | Brasil | Chile | México | EE.UU. | Alemania | Japón | Francia |
|--------------|-----------|--------|-------|--------|--------|----------|-------|---------|
| I Trim. 95 | 1,3 | 2,6 | 2,7 | 19,3 | 1,5 | 0,7 | -0,7 | -3,2 |
| II Trim. 95 | 3,1 | 1,6 | -1,1 | 16,6 | 1,3 | 0,4 | -1,1 | -1,0 |
| III Trim. 95 | 1,3 | 0,0 | 0,0 | 5,6 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| IV Trim. 95 | 0,2 | 0,8 | 2,6 | 9,1 | 0,4 | 0,3 | 0,0 | 0,3 |
| I Trim. 96 | 0,9 | 1,7 | 0,8 | 8,7 | 0,5 | -1,9 | 1,7 | 1,2 |
| II Trim. 96 | 1,0 | 2,6 | 1,4 | 5,4 | 1,2 | 0,1 | -0,1 | -0,5 |
| III Trim. 96 | 0,7 | 1,7 | 0,6 | 3,8 | 0,5 | -0,2 | -1,6 | -0,3 |
| IV Trim. 96 | -0,5 | 1,6 | 0,4 | 5,7 | 0,3 | 1,5 | 0,9 | 2,1 |
| I Trim. 97 | -0,1 | 2,5 | -1,1 | 5,5 | -0,7 | -0,8 | 2,4 | 0,6 |
| II Trim. 97 | -0,2 | 0,9 | 2,2 | 2,2 | -0,1 | 1,7 | 0,2 | -2,6 |

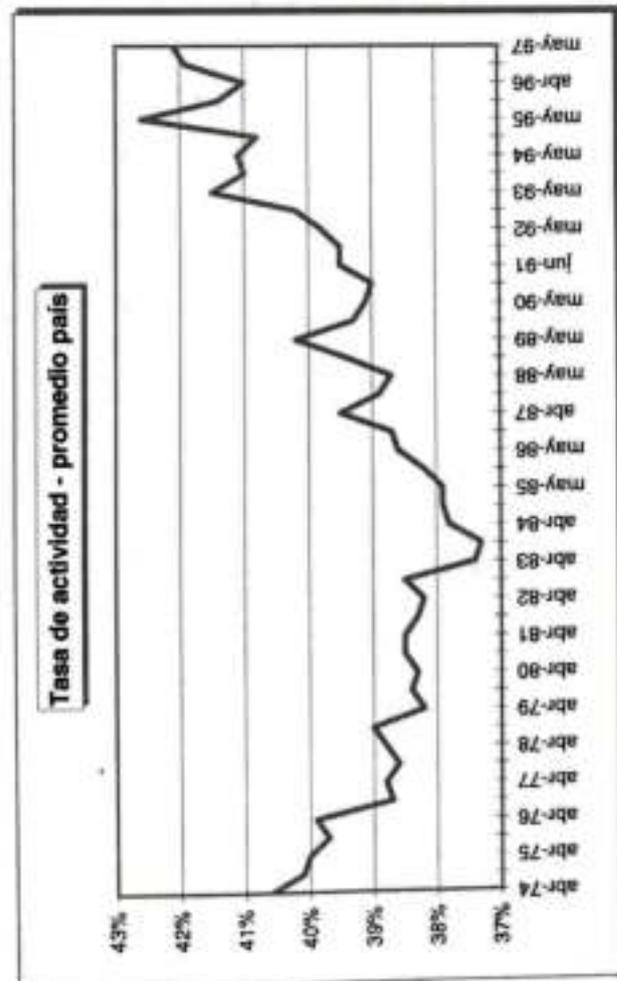
Nota: (1) Acumulación de las tasas de variación de los meses del trimestre.

Fuente: CEAL, FMI y The Economist.

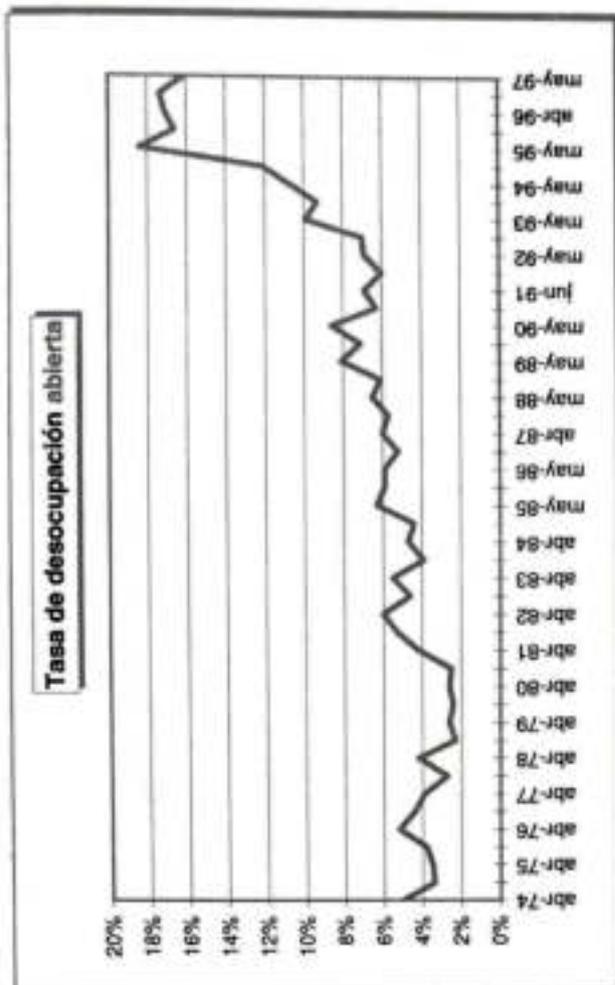


SALARIOS, OCUPACION Y PRECIOS

Gráfico 5.1.



Fuente: INDEC



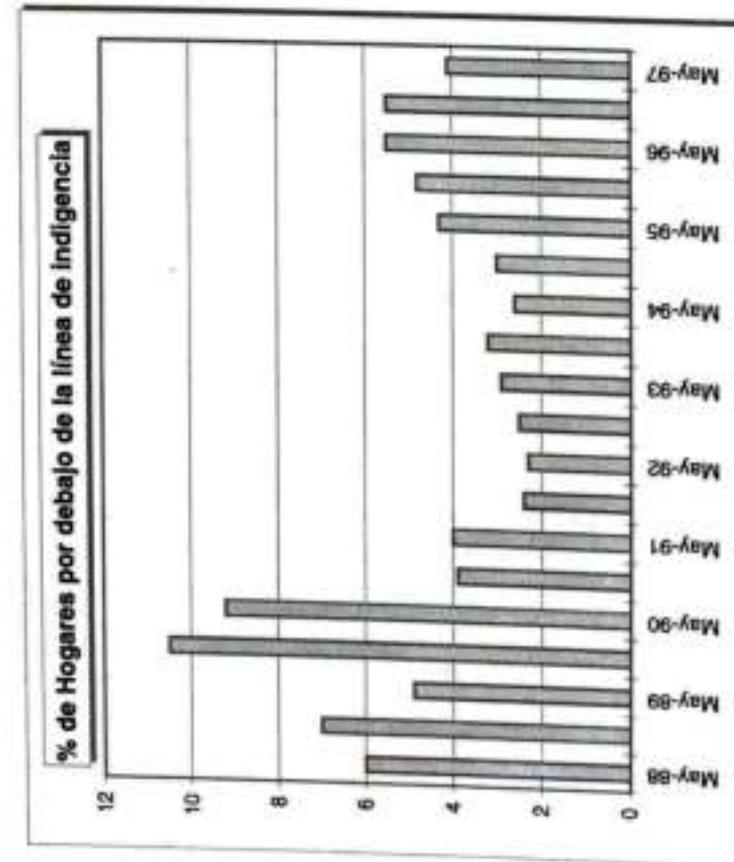
Fuente: INDEC



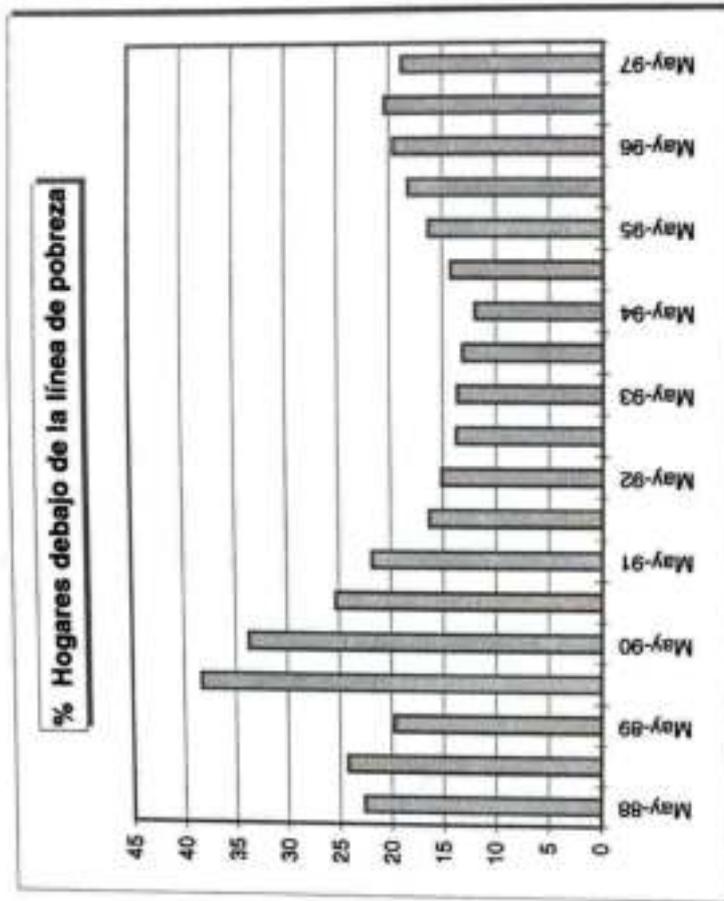


SALARIOS, OCUPACION Y PRECIOS

Gráfico 5.6.



Fuente: INDEC



Fuente: INDEC

6 MONEDA Y CREDITO

6.1. Consecuencias de la Globalización del Sistema Financiero

La velocidad y frecuencia de las crisis que afectan a los mercados financieros internacionales exigen un sistema bancario sólido que permita aislar los efectos de las presiones sobre la paridad cambiaria y actuar sobre los desequilibrios en el resto de la economía. El mantenimiento de adecuados índices de solvencia y liquidez, sumados a instituciones financieras eficientes, sometidas a un permanente control por parte de la autoridad monetaria, son condiciones esenciales para la existencia de tasas de crecimiento de la economía sostenibles en el largo plazo.

El buen funcionamiento del sistema financiero también contribuye a atenuar la volatilidad que caracteriza a las economías latinoamericanas, evitando sobrepréstamos, financiamiento de proyectos no rentables y sin utilidad social, valores excesivamente altos en los mercados inmobiliarios y expectativas distorsionadas sobre la realidad económica, que conducen a la toma de decisiones erróneas.

La promoción de las inversiones, producción y exportación de las pequeñas y medianas empresas mediante el otorgamiento de créditos provenientes de los bancos oficiales a tasas subsidiadas, no es la mejor herramienta para lograr la promoción que se pretende. Especialmente, cuando los programas de préstamos conducen a desequilibrios que pueden afectar el equilibrio fiscal y monetario.

Una alternativa eficiente para lograr los objetivos propuestos es la inclusión de los subsidios en partidas presupuestarias específicas, con control por parte del Parlamento y del Poder Ejecutivo, evitando que la aplicación de la política adoptada quede en manos de las autoridades de las entidades financieras oficiales, sin los adecuados mecanismos de control.

6.2. El Sistema Financiero Argentino en la Comparación Internacional

Se utilizan como fuente para el análisis del desempeño del sector, los balances agregados por países, con valores actualizados al 31 de diciembre de 1996. Como parámetros del nivel de productividad, se incorporan los siguientes indicadores: volumen de préstamos y depósitos por sucursal y por empleado.

En el cuadro 6.1 se puede observar que Chile, Brasil y Uruguay son los países con mayor nivel de productividad, ya que la cantidad de préstamos otorgados por sucursal supera los US\$ 30 millones. Argentina se ubica en cuarto lugar, con un volumen de préstamos de US\$ 20,57 millones por sucursal.



Si se considera la cantidad de depósitos por casa bancaria, se puede apreciar que nuestro país capta niveles similares a México y Perú, asumiendo en promedio el 50% del volumen de depósitos atraídos por sus pares chilenas, uruguayas o brasileñas. Por último, se encuentran Colombia y Venezuela con valores muy inferiores al resto.

Cuadro 6.1: Indicadores de Productividad (en miles de US\$)

| | Préstamos/ Sucursales | Depósitos/ Sucursales | Préstamos/ Personal | Depósitos/ Personal |
|-----------|--------------------------|--------------------------|------------------------|------------------------|
| Argentina | 20.567 | 13.630 | 781 | 518 |
| Brasil | 31.098 | 24.761 | 2.395 | 1.907 |
| Chile | 34.606 | 31.482 | 1.050 | 955 |
| Colombia | 5.503 | 5.022 | 274 | 250 |
| México | 14.219 | 13.087 | 682 | 628 |
| Perú | 12.634 | 13.387 | 523 | 554 |
| Uruguay | 30.735 | 26.343 | 975 | 836 |
| Venezuela | 2.691 | 5.659 | 73 | 154 |

Fuente: Elaboración propia en base a Latin Banking Guide & Directory 1997-1998

Como una medida del nivel de solvencia del sistema, en el cuadro 6.2 se analiza el cociente Patrimonio sobre Activos y Patrimonio sobre Préstamos. Un mayor valor de estos indicadores implica un grado de solvencia más elevado, ya que se dispone de una proporción más alta de capital propio en relación a los préstamos otorgados, brindando mayores posibilidades de enafrentar posibles problemas en la devolución de los mismos.

Los países mejor posicionados en base a la relación Patrimonio/Activos son Uruguay y Colombia, con un valor para este indicador de 19,45 y 15,63, respectivamente. El sistema financiero argentino se encuentra en tercer lugar, con una proporción de 13,64 de sus activos respaldados por su patrimonio. Le siguen en orden de solvencia, Venezuela, Perú, Brasil, México y Chile.

Es importante destacar que los valores de estos indicadores deben ser analizados en forma conjunta con la estabilidad económica del país, ya que algunas naciones pueden presentar una baja relación Patrimonio/Activos por considerarse menos probable una crisis financiera.

Cuadro 6.2: Indicadores de Solvencia y Liquidez

| | Solvencia | | Liquidez (Préstamos-Reservas por pérdidas de préstamos)/depósitos |
|-----------|------------------------|--------------------------|---|
| | Patrimonio/ Activos | Patrimonio/ Préstamos | |
| Argentina | 13,64 | 17,71 | 140,26 |
| Brasil | 8,62 | 17,12 | 118,01 |
| Chile | 6,02 | 11,03 | 108,41 |
| Colombia | 15,63 | 25,58 | 106,05 |
| México | 6,31 | 10,12 | 100,29 |
| Perú | 9,00 | 14,61 | 90,13 |
| Uruguay | 19,45 | 25,23 | 115,01 |
| Venezuela | 12,94 | 35,46 | 44,10 |

Fuente: Elaboración propia en base a Latin Banking Guide & Directory 1997-1998



Otro factor importante para evaluar el sistema financiero es la calidad de sus activos. Para ello, en el cuadro 6.3 se expone el ratio «Préstamos Vencidos/Total de Préstamos» y «Reservas por Pérdidas de Préstamos/ Préstamos Vencidos».

Del análisis del cuadro se desprende que a fines del año pasado, Argentina se encontraba por debajo de los niveles de calidad de los activos registrados en otros países, tales como Chile, Brasil y México. Si se consideran las últimas fusiones y adquisiciones, juntamente con las medidas implementadas durante el transcurso de 1997 por el BCRA, se puede decir que la situación ha mejorado. La participación de prestigiosos bancos internacionales en el sistema financiero, el respaldo de la moneda argentina reflejado en el estricto cumplimiento de la convertibilidad y los préstamos contingentes conseguidos, aumentan la solidez del sistema.

Por otra parte, como se verá más adelante, si se efectúa una comparación con los países asiáticos, el conjunto de bancos latinoamericanos muestra una mejor situación en cuanto a los indicadores de solvencia.

Para analizar el nivel de eficiencia, se utiliza el cociente entre Gastos Operativos e Ingresos por Intereses más Otros Ingresos. Los países con un nivel de eficiencia mayor de acuerdo a este indicador, son Venezuela, Perú y Chile. Argentina se encuentra en quinto lugar, después de Colombia.

Cuadro 6.3: Indicadores sobre Calidad de los Activos y Eficiencia.

| | Calidad de los Activos | | Eficiencia |
|-----------|------------------------------|---|---|
| | Préstamos vencidos/Préstamos | Reservas por pérdidas de préstamos/Préstamos vencidos | Gastos Operativos/(Ingresos por intereses+Otros Ingresos) |
| Argentina | 11,15 | 63,21 | 95,98 |
| Brasil | 5,25 | 115,01 | 102,74 |
| Chile | 1,05 | 131,34 | 74,45 |
| Colombia | 7,05 | 45,91 | 81,70 |
| México | 6,79 | 113,23 | 123,58 |
| Perú | 5,22 | 86,07 | 71,57 |
| Uruguay | 5,52 | 25,76 | s/d |
| Venezuela | 3,79 | 191,75 | 68,55 |

Fuente: Elaboración propia en base a Latin Banking Guide & Directory 1997-1998.

En relación a la rentabilidad obtenida, el cuadro 6.4 indica que existe una alta dispersión entre los países analizados. Chile, Colombia, Perú y Venezuela presentan niveles de rendimiento sobre patrimonio superiores al 10%. En Argentina este indicador alcanza al 2,99%, siendo negativo el rendimiento mostrado por Brasil y México.

En una economía cada vez más integrada a los mercados financieros internacionales como la de nuestro país, otro indicador importante es el grado de concentración del sistema. Un sector financiero con un alto grado de fragmentación no permite alcanzar las economías de escala necesarias para obtener un nivel de eficiencia aceptable. En los últimos años, Argentina tuvo un bajo grado de concentración que se está revirtiendo a partir de las últimas compras de entidades. (Ver cuadro en la próxima página).



Cuadro 6.4: Indicadores de Rentabilidad

| | Rentabilidad | |
|-----------|--------------|--------|
| | ROA | ROE |
| Argentina | 0,41 | 2,99 |
| Brasil | -0,45 | -5,24 |
| Chile | 0,91 | 15,08 |
| Colombia | 1,64 | 10,49 |
| México | -0,67 | -10,60 |
| Perú | 1,62 | 17,98 |
| Uruguay | s/d | s/d |
| Venezuela | 6,51 | 50,32 |

Nota: ROA=Rendimiento sobre los Activos; ROE= Rendimiento sobre Patrimonio.

Fuente: Elaboración propia en base a Latin Banking Guide & Directory 1997-1998.

Por último, resulta interesante estudiar el grado de penetración del sector financiero, para lo cual se analiza el total de depósitos y préstamos como porcentaje del PBI. De una primera observación del gráfico 6.1 incluido al final del capítulo, puede concluirse que los países con economías estables y consolidadas tienen un mayor porcentaje de créditos y depósitos como porcentaje del PBI, que en el caso de los países en desarrollo.

Asimismo, se puede apreciar que el PBI per capita aparentemente impacta en una menor proporción en el desarrollo del sistema financiero de un país que la estabilidad de su economía. Por ejemplo, Malasia y Tailandia poseen un PBI per capita de US\$ 4.300 y US\$ 2.800, respectivamente, pero poseen un sistema financiero más desarrollado que el de Argentina o Chile. Sin embargo, cabe aclarar que esto no significa que el sistema financiero sea más sólido.

De los países considerados, Malasia, Tailandia, Inglaterra y Singapur presentan un volumen de créditos mayor a su PBI. En España y Chile, esta variable supera el 60% del mismo mientras que en Argentina sólo alcanza al 20% del PBI.

En síntesis, el sistema financiero argentino presenta indicadores de productividad, solvencia, eficiencia y liquidez similares al promedio de la región. Por otro lado, el sector muestra un alto nivel de fragmentación, que impacta negativamente en los niveles de eficiencia y costos. También puede afirmarse que la penetración del sector en nuestro país es reducida en relación a economías con similar grado de desarrollo. En consecuencia, cabe esperar un fuerte crecimiento de la actividad en los próximos años.

6.3. La Evolución del Sistema Financiero Argentino

Si bien en base a las cifras anteriores se evaluó la situación actual del sistema financiero respecto a los niveles internacionales, resulta conveniente repasar algunos antecedentes sobre la tendencia observada en los últimos años. En primer lugar, se analiza la evolución en el período 1993-1997, del número de entidades financieras en nuestro país, así como la participación de las 30 mayores en el total de depósitos. En segundo lugar, se analizan las políticas implementadas por el BCRA para otorgarle una mayor solidez al sistema.



En el gráfico 6.2 se aprecia la evolución de la cantidad de entidades financieras en Argentina en el período 1978-1997. Tal como se puede observar, entre 1978 y 1990 se produjo una importante reducción en el número de entidades, las cuales cayeron desde 725 a fines de 1978, hasta 221 en 1990.

Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH)

Se utiliza como indicador el Índice de Herfindahl-Hirschman (IHH), el cual surge de la sumatoria del cuadrado de la participación de cada entidad en el total de los depósitos. El rango de variación es entre 0 y 10.000. En el caso extremo en que existan infinitas entidades y, por lo tanto, su participación en el total de los depósitos tienda a cero, el valor de este indicador sería cero y reflejaría un alto grado de fragmentación. En el caso que solamente una entidad concentrara el 100% de los depósitos, este indicador ascendería a 10.000 ($1 \cdot (100)^2$). Esto implica que mientras más grande es el valor de este indicador, mayor es el grado de concentración de la actividad. Por el contrario, mientras menor es el índice, mayor es la atomización del mercado.

En general, un valor mayor a 1.800 significa que el sistema se encuentra excesivamente concentrado mientras que un nivel inferior a 1.000 supone un sector demasiado fragmentado. En el primer caso, se puede favorecer la realización de prácticas oligopólicas, repercutiendo negativamente en la eficiencia mientras que en el segundo, no se permite alcanzar las economías de escala suficientes para lograr una eficiencia adecuada.

Se puede apreciar que Canadá es el país que mayor concentración presenta en su sistema financiero, alcanzando un valor de IHH de 1.564,2. Argentina se encuentra en el penúltimo puesto de acuerdo a esta clasificación. Si se tiene en cuenta el reducido valor para el IHH (534,7), se puede decir que el sistema financiero argentino no muestra un grado de concentración tal que permita alcanzar las economías de escala necesarias.

| Países | Índice IHH |
|------------|------------|
| Canadá | 1.564,2 |
| Perú | 1.382,2 |
| Inglaterra | 1.302,2 |
| México | 1.234,9 |
| Chile | 922,0 |
| España | 799,5 |
| Argentina | 534,7 |
| Colombia | 338,1 |

Desde el inicio del plan de convertibilidad hasta fines de 1994, el número de entidades financieras se mantuvo relativamente estable. La disminución en este período fue sólo de 14 entidades.

A partir de 1995, como consecuencia de la fuerte reducción de los depósitos en los primeros meses de ese año, el proceso de concentración se aceleró. Entre 1994 y 1995, el número de entidades se redujo en un 24%, desapareciendo 49 entidades.





Nota: (*) Número de entidades financieras a mayo de 1997.

Fuente: Estrategia Económica y Financiera, mayo 1997.

En el Cuadro 6.5 se puede apreciar la evolución de la participación en el total de los depósitos del conjunto de entidades seleccionadas¹, discriminadas por grupos homogéneos. En conjunto, incrementaron su participación en los depósitos desde un 71,4% en diciembre de 1993 hasta un 82,6% en abril de 1997. Sin embargo, no todos los grupos presentaron un comportamiento similar.

Las entidades privadas nacionales, extranjeras y las cooperativas aumentaron su participación en un 20,2%, 34,0% y 50,0% respectivamente. En conjunto, estos tres grupos de entidades pasaron de tener el 39,3% del total de los depósitos hasta el 49,3% en abril del corriente año.

Cuadro 6.5: Participación de los Depósitos de las 30 Mayores Entidades

| | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | Abr-97 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Públicos Nacionales | 15,5% | 13,3% | 13,5% | 13,2% | 14,6% |
| Públicos Provinciales | 16,5% | 16,2% | 19,6% | 20,4% | 18,8% |
| Privados Nacionales | 26,7% | 27,1% | 31,5% | 33,1% | 32,1% |
| Cooperativas | 2,0% | 2,0% | 2,7% | 2,9% | 3,0% |
| Privados Extranjeros | 10,6% | 12,2% | 15,0% | 14,5% | 14,2% |
| Total | 71,4% | 70,8% | 82,3% | 84,2% | 82,6% |

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

En cuanto a los préstamos, el cuadro 6.6 muestra el aumento de la participación del conjunto de los 30 bancos seleccionados en el total, pasando de un 64,8% en 1993 a un 76,1% en abril de 1997. Realizando el análisis por grupo, se aprecia que los bancos públicos nacionales man-

¹ Se consideraron las 30 entidades que más depósitos concentraron a abril de 1997 (Fuente: Boletín). "Estados Contables de las Entidades Financieras", BCRA.



tuvieron su participación, los provinciales mostraron el comportamiento inverso, mientras que los restantes grupos la aumentaron.

Cuadro 6.6: Participación en los Préstamos de las 30 Mayores Entidades

| Bancos | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | Abr-97 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| Públicos Nacionales | 11,3% | 11,9% | 13,9% | 12,1% | 11,5% |
| Públicos Provinciales | 17,2% | 15,5% | 16,5% | 15,5% | 14,9% |
| Privado Nacionales | 24,8% | 27,2% | 30,1% | 33,9% | 33,8% |
| Cooperativos | 1,4% | 1,4% | 1,9% | 2,2% | 2,3% |
| Privados Extranjeros | 10,0% | 11,3% | 12,7% | 14,1% | 13,7% |
| Total | 64,8% | 67,3% | 75,2% | 77,8% | 76,1% |

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

Otro factor que impacta positivamente en la solidez del sistema, es la privatización de 14 bancos provinciales. Tal como se verá en el capítulo del sector financiero de Córdoba, las entidades oficiales operan con niveles de productividad y eficiencia substancialmente inferiores a la de los bancos privados de primera línea y al promedio de las entidades públicas.

Cuadro 6.7: Principales Adquisiciones de los Bancos Extranjeros

| Banco Argentino | Socio Extranjero | País | Participación accionaria del socio extranjero (en %) |
|-------------------|----------------------|------------|--|
| Francés | Banco Bilbao Vizcaya | España | 30 |
| Crédito Argentino | Banco Bilbao Vizcaya | España | 22 |
| Río de la Plata | Banco Santander | España | 35 |
| Roberts | HSBC | Inglaterra | 100 |
| Bansud | Banamex | México | 57 |
| Quilmes | Bank of Nova Scotia | Canadá | 100 |
| Bisel | Credit Agricole | Francia | 20 |
| | Banco del Desarrollo | Chile | |

Fuente: Goldman Sachs.

Cabe destacar la adquisición de algunas de las principales casas bancarias de primera línea por parte de importantes bancos del extranjero. El cuadro 6.7 muestra la participación de la banca internacional en la compra de un conjunto de entidades de gran tamaño de nuestro país.

6.4. Aspectos de la Política Financiera del Banco Central

En general, puede decirse que las medidas adoptadas por el Banco Central apuntan a otorgar un mayor nivel de solidez al sistema financiero frente a la posibilidad de una corrida bancaria. Entre las principales medidas es interesante mencionar el establecimiento de requisitos



mínimos de capital por encima de lo recomendado por el comité de Basilea (11,5% de los activos ponderados frente al 8%).

Otra medida de consideración es el contrato que tiene el BCRA con la banca internacional para vender títulos con un compromiso de recompra por US\$ 6.100 millones. La intención de la autoridad monetaria local es ampliar dicho acuerdo en US\$ 2.000 millones adicionales. Además, el BCRA está realizando una política de incremento de los requisitos de liquidez. Tal como puede observarse en el cuadro 6.8, los requisitos para depósitos entre 30 y 89 días se incrementaron entre noviembre de 1996 y febrero de 1998 desde el 17% hasta el 20%.

Asimismo, los bancos pueden a realizar, entre otros casos, una emisión de Obligaciones negociables por un monto del 2% de sus depósitos y colocarlas en entidades reconocidas internacionalmente. Esto permitirá a los ahorristas más pequeños tener conocimiento sobre la calificación de riesgo de cada entidad. Cabe recordar que en la actualidad existen más de 45 entidades con calificación debido a las exigencias de las AFJP para realizar depósitos.

Cuadro 6.8: Requisitos Mínimos de Liquidez

| | nov-96 | mar-97 | sep-97 | feb-98 |
|--------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| Depósitos entre 30 y 89 días | 17% | 18% | 19% | 20% |
| Depósitos entre 90 y 179 días | 12% | 13% | 14% | 15% |
| Depósitos entre 180 y 365 días | 7% | 8% | 9% | 10% |
| Depósitos de más de 365 días | 0% | 0% | 0% | 0% |

Fuente: BCRA

También es importante analizar la evolución de la "calidad de las reservas internacionales". Se utiliza como un indicador el porcentaje de títulos del gobierno que integran el respaldo de la base monetaria. Cabe recordar que dicho porcentaje no puede exceder el 20% del total de las reservas.

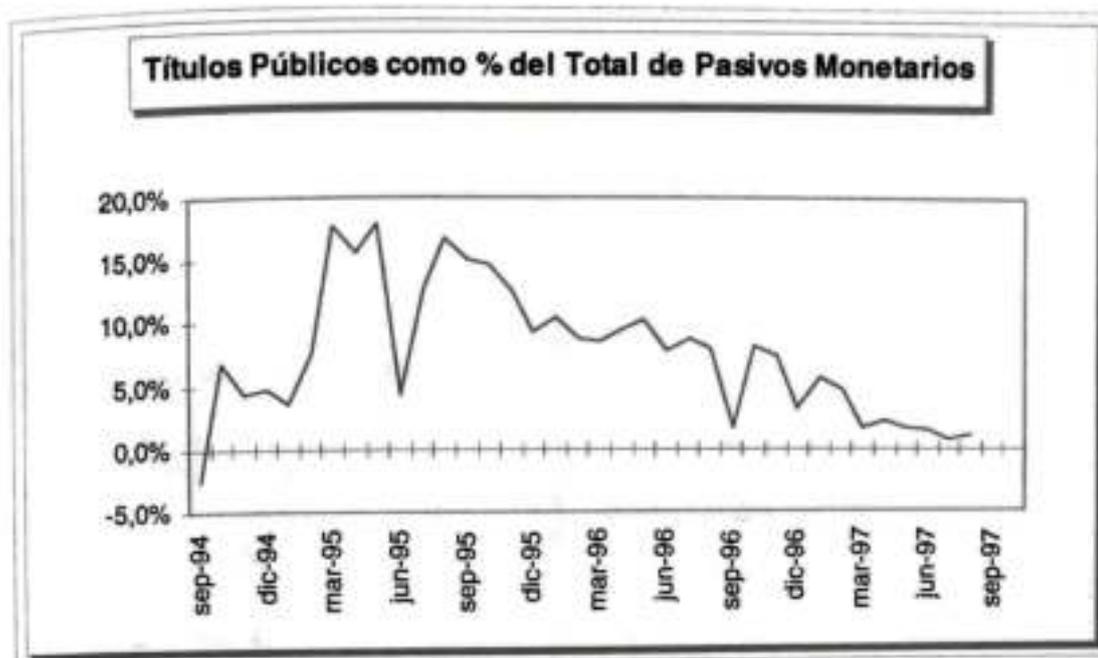
En el gráfico 6.3 se aprecia el comportamiento del mencionado indicador para el período septiembre 1994/ agosto 1997. Desde septiembre de 1994 hasta marzo de 1995, la participación de los títulos públicos se incrementó sensiblemente, alcanzando en esta última fecha el 18%. El principal motivo de este fuerte incremento de los títulos fue la crisis mexicana.

A partir de abril de 1995, el porcentaje de títulos comenzó a reducirse hasta representar sólo el 1% de las reservas en agosto de 1997.

En cuanto al crecimiento de los créditos y depósitos, cabe esperar para 1997 un aumento de aproximadamente un 21% y 29%, respectivamente, continuando con la recuperación posterior al efecto tequila. La dirección y magnitud que adquiera la crisis del sudeste asiático y, fundamentalmente, lo que ocurra en Brasil en los próximos meses, pondrá a prueba nuevamente al sistema financiero argentino que al momento de escribir estas líneas registraba un aumento substancial en el volumen de sus depósitos, a pesar de las dificultades (ver cuadro 6.9).



Gráfico 6.3:



Fuente: M&S Consultores

Cuadro 6.9: Evolución y Proyecciones de Moneda y Crédito.
(Var. anual en %)

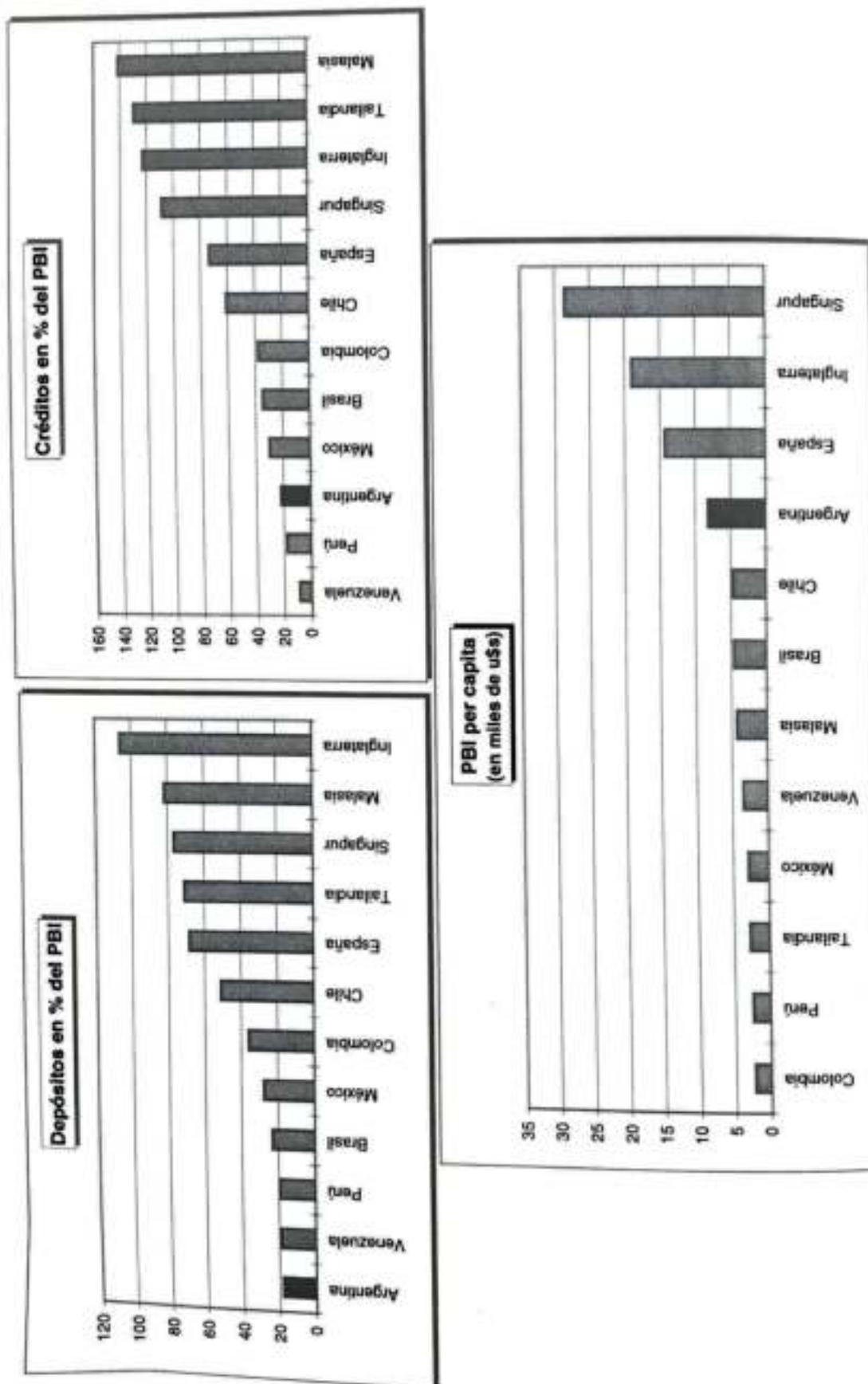
| | 1991-1994 | 1995 | 1996 Proy. | 1997 |
|------------------------------------|-----------|------|---------------|------|
| Créditos Totales S. Financiero | 35,5 | -2,1 | 11,0 | 21,5 |
| Créditos al s. priv. no financiero | 43,2 | 0,6 | 9,7 | 21,2 |
| Agregado bimonetario M4 | 55,2 | -2,6 | 19,8 | 26,3 |
| Depósitos Totales S. Financiero | 56,3 | -3,0 | 22,5 | 29,5 |
| Depósitos en \$ | 47,4 | -8,9 | 25,3 | 34,5 |
| Depósitos en US\$ | 67,9 | 4,2 | 20,2 | 25,0 |

Fuente: En base a BCRA.





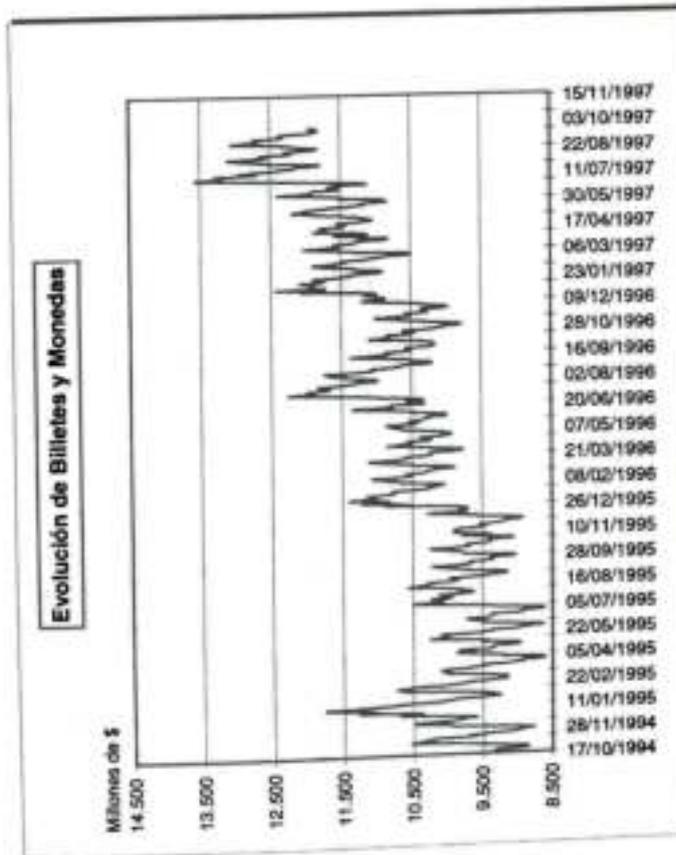
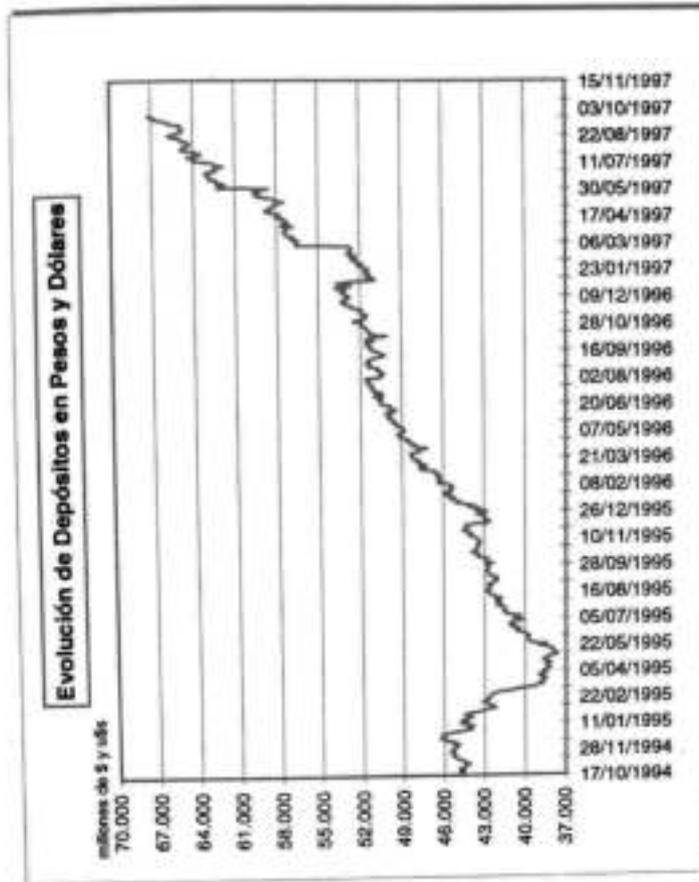
Gráfico 6.1



Fuente: Goldman Sachs.

MONEDA Y CREDITO

Gráfico 6.4



Fuente: en base a datos de Carta Económica.



7 MERCADO DE CAPITALES

7.1. Reciente Evolución de los Flujos de Fondos hacia Mercados Emergentes

7.1.1. Estimación del flujo de capital

La globalización está transformando la economía mundial. Esto se refleja en los vínculos internacionales cada vez más amplios e intensos originados principalmente en la liberalización del comercio y del mercado de capitales, en la creciente internacionalización de las estrategias empresariales de producción y distribución, y en el cambio tecnológico que facilita dicho proceso.

Los mercados se están ampliando, los servicios se vuelven cada vez más comercializables a nivel internacional, y el capital se mueve en formas diversas entre países y regiones en busca de inversiones rentables.

Una característica notable de esta transformación económica mundial, es la activa participación de los países en desarrollo, tanto en calidad de agentes como de beneficiarios. Esto se puede apreciar en el cuadro 7.1, donde se analiza la tasa de crecimiento del PBI y del comercio exterior de los países industrializados y de los países en vías de desarrollo.

Cuadro 7.1: Indicadores Macroeconómicos (tasas de crecimiento promedio anual)

| | PBI | Exportaciones | Importaciones |
|-------------------------|------|---------------|---------------|
| Mundial | 3,6% | 7,7% | 7,4% |
| Países Industrializados | 2,2% | 5,7% | 6,0% |
| Países en desarrollo | 6,1% | 12,1% | 10,7% |

Fuente: Elaboración propia en base a FMI.

Entre 1990 y 1996, la tasa de crecimiento acumulativa promedio del PBI fue de 3,6% para el total mundial. Los países industrializados crecieron a un promedio del 2,2%, mientras que los países en desarrollo casi triplicaron dicha tasa. Algo similar sucede si se observa el incremento en el comercio exterior.

Además, la caída de costos de la tecnología está permitiendo a estos países saltar en parte las etapas del desarrollo. Los países que están mejor situados para beneficiarse de las nuevas oportunidades que ofrece la globalización, son aquellos que iniciaron procesos de reformas de



sus políticas y estructuras a fin de apoyar el crecimiento orientado hacia el exterior.

Dichas reformas, al promover la eficiencia y productividad interna y proporcionar un entorno más favorable para las exportaciones, generan las condiciones adecuadas para atraer las inversiones extranjeras directas y en portafolio.

La mayor integración de los países en desarrollo a la economía mundial va acompañada de una creciente comunicación económica entre estos países y los industrializados, generando un progreso creciente de los vínculos entre ambos.

Sin embargo, como la experiencia de México y de los países asiáticos lo indica, la globalización también exige una disciplina estricta de la gestión económica, ya que disminuye la posibilidad de cometer errores en las políticas.

7.1.2. Composición y Comportamiento del Flujo de Fondos hacia Países en Desarrollo

Los flujos de capital hacia los países en vías de desarrollo recién surgen a mediados de la década de 1970, dominados en sus comienzos por las instituciones bancarias y con los gobiernos de los países receptores actuando como garantes de los mismos.

En 1996, las Inversiones Privadas en estos países continuaron con la tendencia alcista de los últimos 10 años. Estas inversiones se vieron atraídas por el sólido crecimiento económico, así como por el continuo esfuerzo por reformar y privatizar el sector público, removiendo las distorsiones de precios, liberalizando los mercados, abriéndose a las inversiones extranjeras directas y fortaleciendo la capacidad del sistema financiero para movilizar ahorros domésticos y ubicar los recursos financieros.

En el cuadro 7.2 se puede apreciar la evolución del flujo de capitales entre los años 1983 y 1996. En el período 1983-1988, los flujos de fondos privados netos a los países en desarrollo aumentaron de un promedio de US\$ 15,8 miles de millones a US\$ 103,3 miles de millones entre los años 1989-1995. Cabe destacar que este incremento no fue continuo, ni las participaciones entre las distintas regiones se mantuvieron constantes.

Entre 1983-1988 el flujo neto promedio de capital privado y oficial fue de US\$ 43,1 miles de millones y alcanzó los US\$ 124,5 miles de millones entre los años 1989-1995. La afluencia de capitales se orientó en mayor medida hacia América Latina y el Caribe (401%), Medio Oriente y Europa (230%) y Asia (166%).

Resulta interesante discriminar entre flujos de fondos oficiales y privados y, dentro de estos últimos, entre inversiones extranjeras directas y en cartera. En el caso de América Latina se puede apreciar que en el período 1983-1988 y 1989-1995, una alta porción de las inversiones extranjeras fueron en cartera. Medio Oriente y Europa presentaron un comportamiento similar. En el caso de Asia, las inversiones extranjeras directas aumentaron en mayor proporción entre los dos períodos analizados.

En 1996 los flujos de fondos privados a los países en desarrollo se incrementaron un 41% debido principalmente a la alta tasa de crecimiento de estas naciones, a la demanda de financiación de proyectos de infraestructura (especialmente en Asia) y a los programas de privatizaciones encarados.

Se destaca el incremento de las inversiones extranjeras directas desde US\$ 78,2 miles de millones en 1995 hasta US\$ 100,8 miles de millones en 1996 para los países en desarrollo. Para América Latina y el Caribe se aprecia que en 1995 y 1996 las inversiones directas fueron el principal destino del flujo de fondos.



Cuadro 7.2: Flujos de Capital hacia los Países en Desarrollo, 1983-1996
(promedio anual en miles de millones de US\$)

| | 1983-88 | 1989-95 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Países en desarrollo | | | | | | | | |
| Flujo de fondos privados netos (1) | 15,8 | 103,3 | 131,3 | 118,7 | 140,9 | 117,4 | 147,3 | 207,4 |
| Inversión directa neta | 10,3 | 42,5 | 26,9 | 33,8 | 48,8 | 72,1 | 78,2 | 100,8 |
| Inversión en cartera neta | 3,5 | 43,6 | 36,1 | 51,6 | 88,9 | 84,1 | 15,6 | 43,2 |
| Otras inversiones netas | 2,1 | 17,2 | 68,3 | 33,3 | 3,2 | -38,8 | 53,5 | 63,3 |
| Flujos oficiales netos | 27,3 | 21,2 | 18,9 | 14,0 | 20,1 | 19,7 | 33,7 | -8,6 |
| Cambios en reservas (2) | 10,1 | -41,8 | -16,8 | -45,1 | -39,1 | -37,9 | -62,3 | -93,7 |
| Africa | 8,9 | 11,0 | | | | | | |
| Flujo de fondos privados netos (1) | 3,9 | 4,2 | 4,0 | 0,2 | 2,3 | 9,6 | 10,6 | 10,7 |
| Inversión directa neta | 1,1 | 2,2 | 2,3 | 2,0 | 1,7 | 3,8 | 2,8 | 5,0 |
| Inversión en cartera neta | -0,9 | -0,2 | -1,6 | -0,7 | 0,8 | 0,4 | 1,9 | 0,6 |
| Otras inversiones netas | 3,7 | 2,2 | 3,3 | -1,0 | -0,2 | 5,4 | 5,9 | 5,1 |
| Flujos oficiales netos | 5,0 | 6,8 | 5,3 | 8,2 | 5,9 | 7,5 | 6,2 | 3,2 |
| Cambios en reservas (2) | 0,3 | -1,9 | -3,0 | 1,9 | -0,7 | -5,2 | -1,4 | -5,9 |
| Asia | 19,5 | 51,8 | | | | | | |
| Flujo de fondos privados netos (1) | 11,9 | 43,4 | 32,3 | 20,9 | 53,2 | 62,3 | 88,8 | 98,4 |
| Inversión directa neta | 3,6 | 25,1 | 12,1 | 17,6 | 34,1 | 43,6 | 49,5 | 58,2 |
| Inversión en cartera neta | 1,2 | 4,9 | 0,5 | 1,0 | 11,7 | 10,0 | 9,3 | 8,0 |
| Otras inversiones netas | 7,1 | 13,4 | 19,6 | 2,3 | 7,4 | 8,7 | 29,9 | 32,2 |
| Flujos oficiales netos | 7,6 | 8,4 | 10,5 | 10,7 | 10,0 | 6,0 | 5,9 | 7,8 |
| Cambios en reservas (2) | -2,2 | -23,0 | -26,7 | -15,1 | -25,3 | -41,5 | -28,4 | -48,1 |
| Medio Oriente y Europa | 7,0 | 23,1 | | | | | | |
| Flujo de fondos privados netos (1) | 2,1 | 22,4 | 70,1 | 42,8 | 22,6 | -1,0 | 12,1 | 18,5 |
| Inversión directa neta | 1,0 | 1,5 | 1,6 | 1,3 | 1,8 | 1,8 | 1,4 | 1,2 |
| Inversión en cartera neta | 4,2 | 13,4 | 22,4 | 21,0 | 15,3 | 12,5 | 11,6 | 6,8 |
| Otras inversiones netas | -3,1 | 7,5 | 46,1 | 20,5 | 5,4 | -15,3 | -0,9 | 10,5 |
| Flujos oficiales netos | 4,9 | 0,7 | -0,3 | -3,3 | 4,3 | 10,5 | -1,6 | -6,9 |
| Cambios en reservas (2) | 11,6 | -4,5 | -1,1 | -10,8 | 6,7 | -1,9 | -9,0 | -17,5 |
| América Latina y el Caribe | | | | | | | | |
| Flujo de fondos privados netos (1) | -2,0 | 33,3 | 25,0 | 54,8 | 62,9 | 46,4 | 35,8 | 79,7 |
| Inversión directa neta | 4,7 | 13,7 | 10,9 | 12,9 | 11,2 | 23,0 | 24,4 | 36,5 |
| Inversión en cartera neta | -1,1 | 25,5 | 14,7 | 30,4 | 61,1 | 61,1 | -7,2 | 27,8 |
| Otras inversiones netas | -5,7 | -5,9 | -0,6 | 11,5 | -9,4 | -37,6 | 18,6 | 15,5 |
| Flujos oficiales netos | 9,7 | 5,3 | 3,3 | -1,6 | -0,1 | -4,3 | 23,2 | -12,6 |
| Cambios en reservas (2) | 0,4 | -12,5 | -16,1 | -21,1 | -19,7 | 10,7 | -23,6 | -22,2 |

Nota: (1) Por la limitación de los datos, otras inversiones netas pueden incluir algunos flujos oficiales.
(2) El signo menos indica incremento.

Fuente: World Economic Outlook, october 1997.



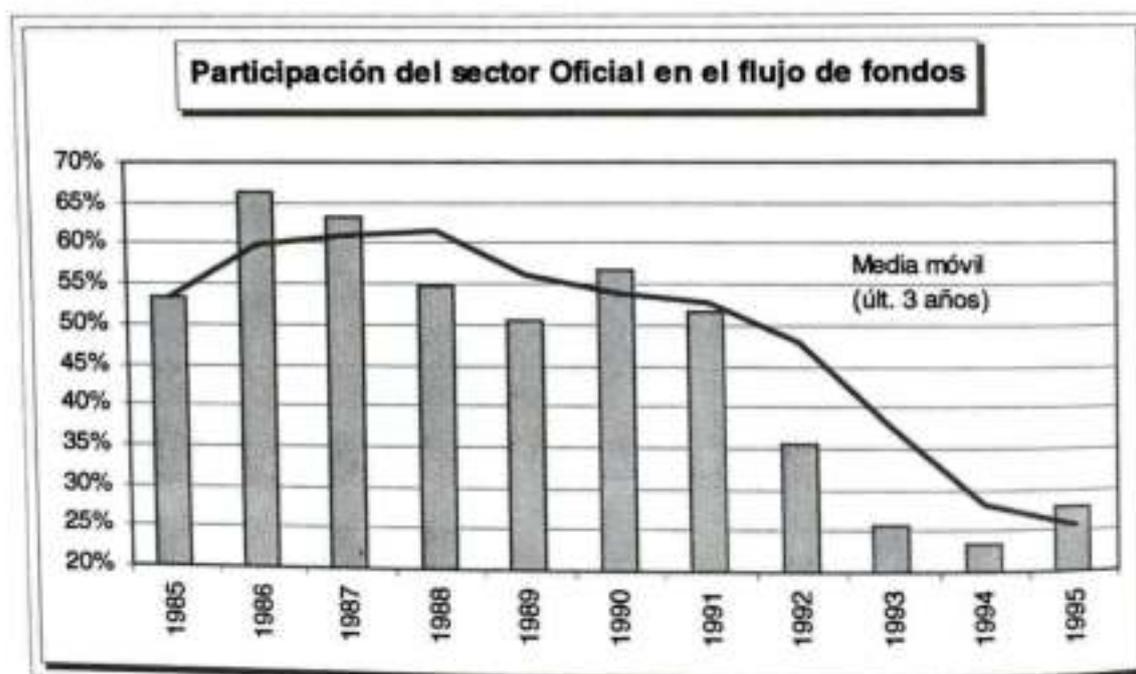
Otro factor que ayuda a aumentar el flujo de capitales hacia estos países es la reducción del cociente Deuda/PBI y Servicios Deuda/Exportaciones. De esta forma, el riesgo de invertir en los países emergentes se reduce, atrayendo una mayor cantidad de inversiones. Por otra parte, la globalización de los negocios y las finanzas, junto con un aumento de la velocidad y volumen de la información disponible, permitieron una rápida reasignación de las inversiones. A pesar de ello, en la actualidad unos 18 países concentran el 90% del total de los flujos de fondos.

7.1.3. Evolución de los Flujos de Fondos Privados y Públicos

Los flujos de capital han cambiado substancialmente desde la década de 1970 hasta la actualidad. En aquella época, la mayoría de los países tenía fuertes restricciones al movimiento de capitales, las inversiones directas eran una pequeña porción del total y gran parte de los flujos de capital disponibles en los países en desarrollo se canalizaban a través de organismos oficiales.

Por el contrario, como se puede observar en el gráfico 7.1, en los últimos años ha disminuido la participación del sector público en el flujo de fondos total hacia los países en desarrollo, desde un máximo de 66,3% en 1986 hasta un 27,8% en 1995.

Gráfico 7.1:



Fuente: IFC, Emerging Stock Markets Factbook 1996.

Sin embargo, esta caída en la participación del sector oficial en el flujo de fondos a los países en desarrollo no fue homogénea. Por ejemplo, entre mediados de la década de 1970 y comienzos de la presente, en América Latina y el Caribe esta participación disminuyó un 27,81%, en Asia un 73,30% y para el promedio de los países en desarrollo un 76,66%. Por el contrario, en África la participación oficial en el flujo de fondos se incrementó un 16,33%.

Lo anterior se debe fundamentalmente al comportamiento desigual de los flujos de fondos privados, ya que los fondos oficiales presentaron una evolución más estable.

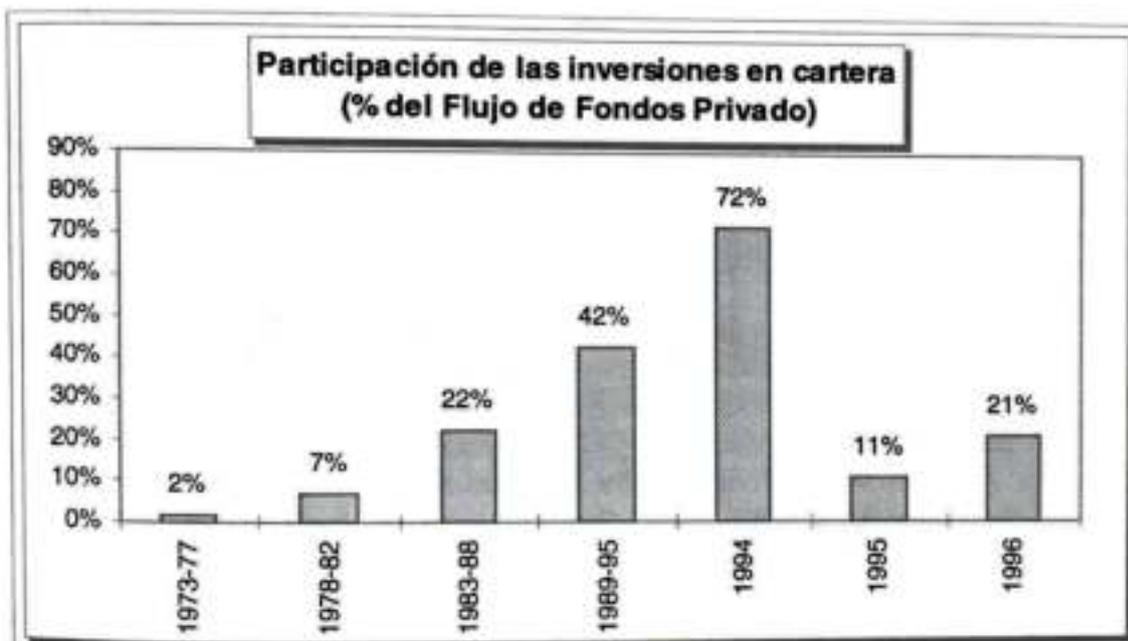


Otro elemento a destacar es la variación en los destinos de los fondos privados. En el período 1973-1982, América Latina y el Caribe recibieron un promedio anual de US\$ 20,35 miles de millones mientras que Asia sólo recibió US\$ 8,75 miles de millones. En cambio, en el período 1989-1995, los fondos con destino a Asia ascendieron a US\$ 47,4 miles de millones, mientras que los destinados a América Latina y el Caribe fueron de US\$ 34,2 miles de millones. Más adelante, se analizarán con detalle las causas de este cambio en el destino de los fondos privados.

7.1.4. Inversiones Extranjeras en Cartera

En el gráfico 7.2 se puede observar la participación de las inversiones extranjeras en cartera para los países en desarrollo entre 1973 y 1996. Las mismas se incrementaron desde un 2% al comienzo del período hasta alcanzar un máximo de 72% en 1994. En 1995, la participación se redujo a un 11%, debido fundamentalmente al incremento de la tasa de interés y al efecto tequila. Sin embargo, esta disminución no implica un cambio en la tendencia, observándose para 1996 una proporción del 21%.

Gráfico 7.2:



Fuente: "Emerging Stock Markets Factbook", IFC 1996, "Las finanzas del desarrollo", Banco Mundial 1996 y World Economic Outlook, octubre 1997.

7.1.4.1. Emisión de Bonos

Se puede apreciar en el cuadro 7.3 que desde 1990 la emisión de bonos de los países en desarrollo aumentó desde US\$ 6.336 millones hasta US\$ 57.942 millones en 1995. La participación de los mismos en el total de emisiones realizadas a nivel internacional aumentó desde un 2,8% hasta 11,6% durante el período considerado.



Cuadro 7.3: Emisión Internacional de Bonos (en millones de US\$)

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | I°1996* | 1995/1990 |
|--------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|
| Africa | 90 | 236 | 725 | 170 | 2.116 | 1.947 | 401 | 2.063% |
| Asia | 1.630 | 3.000 | 5.917 | 21.998 | 29.897 | 25.307 | 8.173 | 1.453% |
| Europa | 1.856 | 1.960 | 4.561 | 9.658 | 3.543 | 6.583 | 517 | 255% |
| Medio Oriente | - | 400 | - | 2.052 | 2.993 | 710 | - | - |
| América Latina y el Caribe | 2.760 | 7.242 | 12.577 | 28.794 | 18.240 | 23.395 | 10.699 | 748% |
| Mercosur** | 21 | 2.832 | 5.445 | 13.235 | 9.682 | 13.906 | 6.721 | 66.119% |
| Argentina | 21 | 795 | 1.570 | 6.308 | 5.319 | 6.354 | 3.835 | 30.157% |
| Bolivia | - | - | - | - | 10 | - | - | - |
| Brasil | - | 1.837 | 3.655 | 6.465 | 3.998 | 7.041 | 2.436 | - |
| Chile | - | 200 | 120 | 322 | 155 | 300 | 450 | - |
| Uruguay | - | - | 100 | 140 | 200 | 211 | - | - |
| Total países en desarrollo (1) | 6.336 | 12.838 | 23.780 | 62.672 | 56.789 | 57.942 | 19.790 | 814% |
| Total Mundial (2) | 226.556 | 297.588 | 333.694 | 500.135 | 462.447 | 501.660 | 194.378 | |
| (1)/(2) | 2,8% | 4,3% | 7,1% | 12,5% | 12,3% | 11,6% | 10,2% | |

Nota: * Primer trimestre de 1996. ** Se consideró Argentina, Bolivia, Brasil, Chile y Uruguay. No se incluye a Paraguay por falta de información.
Fuente: Internacional Capital Markets, IMF.

Asia presenta el volumen más importante de emisiones, representando el 43,68% del total emitido por los países en desarrollo durante 1995, seguido por América Latina y el Caribe con un 40,38%. Dentro de este último grupo, un 59,44% de las emisiones fueron realizadas por los países integrantes del Mercosur¹.

En cuanto a la variación porcentual experimentada entre 1990-1995, el promedio de los países en desarrollo ascendió a 814%. Africa se ubica en primer lugar con un incremento del 2.063%, seguida por Asia con 1.453%, América Latina y el Caribe con 748% y Europa con 255%. Es importante destacar el incremento del Mercosur en la emisión de bonos, aumentando su participación desde un 0,33% en el total en 1990 hasta un 24% en 1995.

La disminución de las emisiones durante 1994 respecto a 1993 es causada principalmente por un clima financiero menos favorable debido a la política monetaria restrictiva implementada por Estados Unidos.

7.1.4.2. Emisión de Acciones

La emisión de nuevas acciones por parte de los países en desarrollo tuvo un fuerte incremento durante el período 1990-1995, motivada por la privatización de las empresas públicas en varios países, entre otros factores.

Como se puede observar en el cuadro 7.4, la participación de los países en desarrollo en el total de acciones emitidas a nivel internacional se incrementó de un 15,5% en 1990 hasta un máximo de 40,9% en 1992. A partir de este último año, la participación disminuye hasta alcanzar un 25,3% en 1995, debido principalmente al incremento del monto total emitido a nivel internacional, ya que las emisiones de los países en desarrollo continuaron expandiéndose durante el período, a excepción de 1995.

1. Se consideró Argentina, Bolivia, Brasil, Chile y Uruguay. No se incluye a Paraguay por falta de información.

Cuadro 7.4: Emisiones de Acciones (en millones de US\$)

| | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | I'1996 | 1995/1990 |
|-----------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| Africa | - | 143 | 270 | 215 | 574 | 542 | 275 | - |
| Asia | 1.040 | 1.022 | 4.732 | 5.156 | 12.130 | 8.864 | 1.763 | 752,31% |
| Europa | 124 | 91 | 67 | 186 | 641 | 570 | 283 | 359,68% |
| Medio Oriente | - | 60 | 127 | 336 | 89 | 256 | 243 | - |
| América Latina y el Caribe | 98 | 4.120 | 4.063 | 6.022 | 4.704 | 962 | 406 | 881,63% |
| Mercosur* | 98 | 356 | 501 | 2.953 | 2.585 | 520 | 111 | 430,61% |
| Argentina | - | 356 | 372 | 2.655 | 735 | - | - | - |
| Bolivia | - | - | - | 10 | - | - | - | - |
| Brasil | - | - | - | - | 1.028 | 296 | - | - |
| Chile | 98 | - | 129 | 288 | 799 | 224 | 111 | - |
| Uruguay | - | - | - | - | 23 | - | - | - |
| Total países en desarrollo (1) | 1.262 | 5.436 | 9.259 | 11.915 | 18.138 | 11.194 | 2.970 | 787,00% |
| Total Mundial (2) | 8.152 | 15.546 | 22.632 | 34.036 | 49.203 | 44.225 | 11.895 | - |
| (1)/(2) | 15,5% | 35,0% | 40,9% | 35,0% | 36,9% | 25,3% | 25,0% | - |
| GDR+ADR/Total (1) | 7,8% | 74,4% | 52,9% | 7,38% | 13,96% | 5,46% | - | - |

Nota: * Se consideró Argentina, Bolivia, Brasil, Chile y Uruguay. No se incluye a Paraguay por falta de información.

Fuente: Internacional Capital Markets, IMF.

Al igual que en el caso de los bonos, las emisiones estuvieron lideradas por las empresas de Asia y de América Latina y el Caribe. En el gráfico 7.3 se puede apreciar la participación de las distintas regiones en el monto total emitido durante el período 1990-1995.

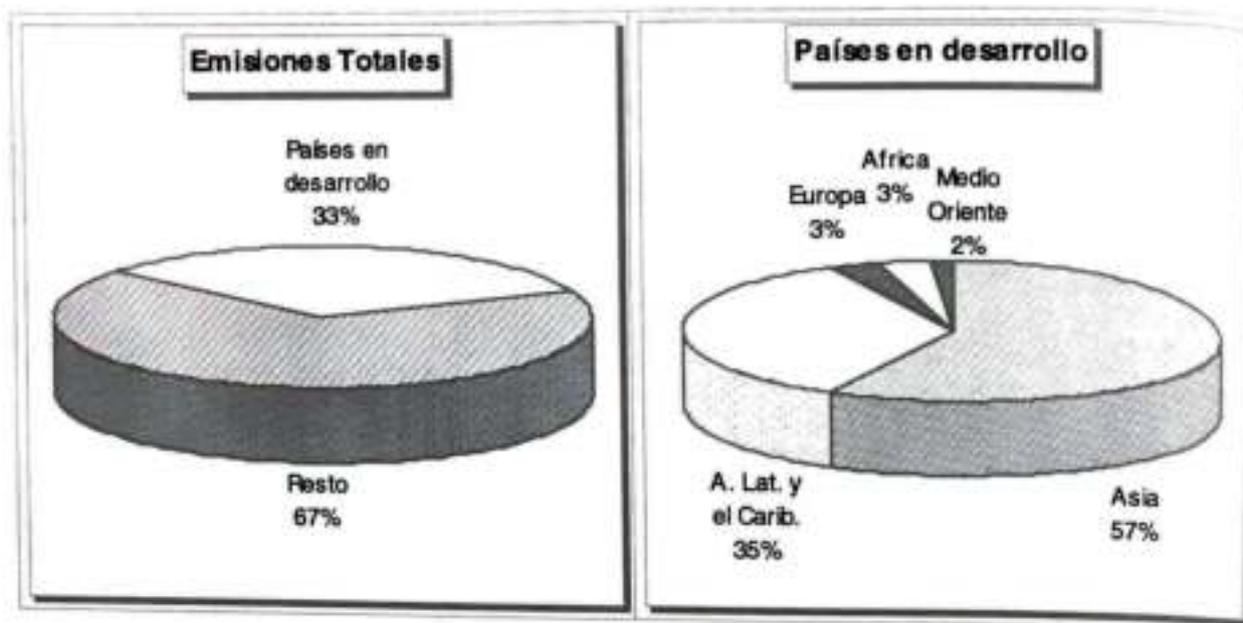
Del total de acciones emitidas a nivel internacional en el período mencionado, un 33% fueron realizadas por los países en desarrollo, alcanzando un valor de US\$ 57.204 millones. Dentro de éstos, Asia y América Latina y el Caribe en forma conjunta, representaron en promedio aproximadamente el 92% del total. Dentro de la última región mencionada, los países integrantes del Mercosur representaron el 35% de las emisiones.

En cuanto a la modalidad de emisión, se puede observar la utilización creciente de American Depository Receipts (ADRs) y Global Depository Receipts (GDRs). La última fila del cuadro 7.4 indica la participación de estos dos tipos de emisiones sobre el total realizado por los países en desarrollo.

Para obtener una idea más acabada de la importancia de esta clase de emisiones, resulta útil comparar el volumen operado de ADRs con el total de operaciones realizadas en el país de origen. Por ejemplo, el monto total negociado en Argentina durante 1995 alcanzó los US\$ 4.594 millones, mientras que el volumen de operaciones en ADRs argentinos fue de US\$ 15.700 millones, es decir, más de tres veces el monto operado en el mercado local. En México, el volumen de operaciones de ADRs fue de US\$ 54.400 millones, más de una vez y media el volumen negociado por la bolsa mexicana mientras que en el caso de Chile, el monto transado en ADRs fue similar al operado en el país.



Gráfico 7.3: Participación por regiones en las Emisiones de Acciones en el período 1990-1995

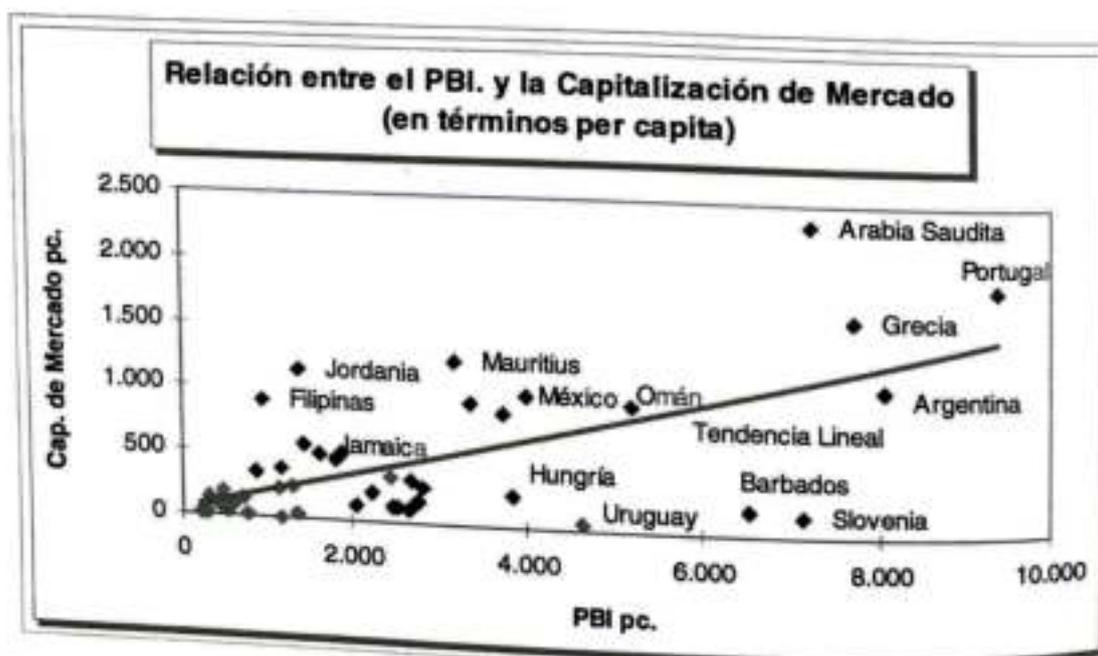


Fuente: Internacional Capital Markets, IMF.

7.1.5. Importancia del Mercado de Capitales

Numerosos estudios sobre la economía de los países en desarrollo remarcan la importancia de aspectos tales como el papel de la industrialización, la política exportadora o el rol del Estado en la economía. Sin embargo, no siempre se le otorgó igual importancia a la función que cumple el Mercado de Capitales, siendo que a través de él, las empresas pueden obtener financiamiento a largo plazo y los inversionistas pueden lograr un mayor rendimiento con sus ahorros si están dispuestos a compartir el riesgo con los empresarios.

Gráfico 7.4:



Nota: Se excluyeron Chile, Corea, Malasia, Sud Africa y Tailandia por presentar valores extremos.
Fuente: Emerging Stock Markets Factbook 1996, IFC.



En el gráfico 7.4 se refleja la relación entre la capitalización de mercado y el PBI en términos per capita. La relación positiva entre ambas variables indica que a un mayor nivel de ingresos la gente demandará mayor cantidad de instrumentos financieros para canalizar sus ahorros.

Argentina se encuentra por debajo de la línea de tendencia, lo que demuestra que el desarrollo del mercado de capitales es reducido en comparación con su nivel de ingresos.

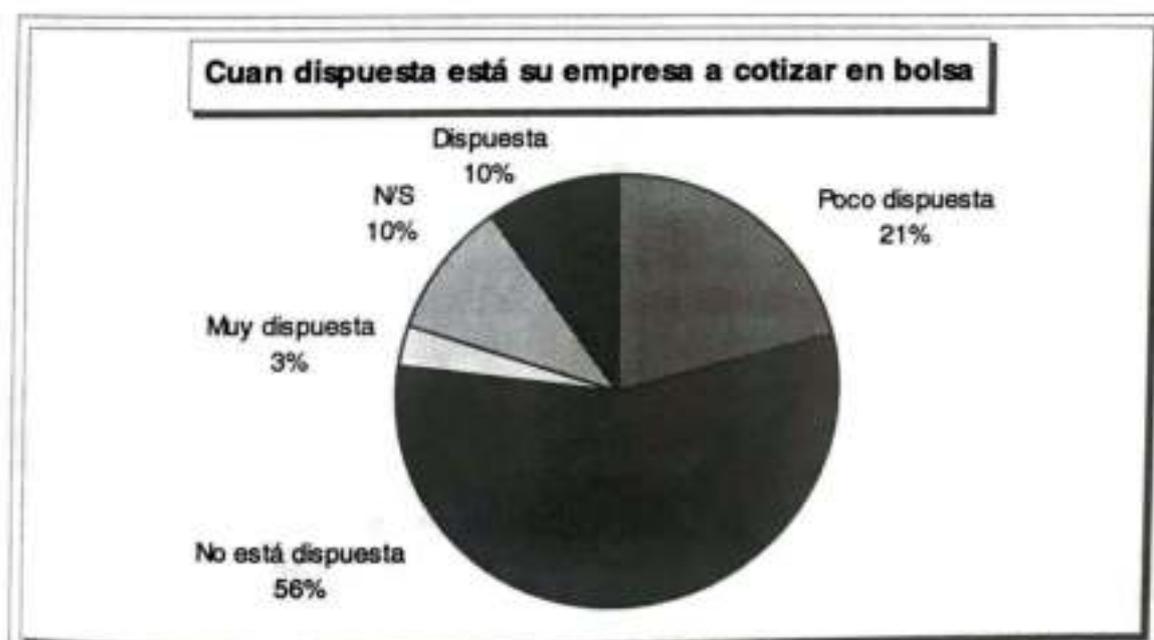
Otro indicador del grado de desarrollo del mercado de capitales es la evolución de la cantidad de firmas que cotizan en bolsa. En el cuadro 7.5 al final del capítulo se puede apreciar en forma comparada dicho indicador para un grupo seleccionado de países de América Latina y Asia.

En el caso de los países de América Latina, se observa que la cantidad de empresas que obtienen financiamiento a través del mercado de capitales disminuyó o crecieron levemente entre 1986 y 1995. Por el contrario, en los países de Asia el número de empresas que utilizaron el mercado de capitales para financiar sus proyectos de inversión se incrementaron un 171% en el período considerado.

Resulta interesante analizar las posibles causas de este contraste en la política de financiamiento de las empresas de Asia y América Latina. Para ello, se utiliza como una medida aproximada de la actitud de los empresarios frente a las alternativas de financiamiento, los datos de una encuesta realizada por el Instituto Argentino de Mercado de Capitales a 400 firmas. En la misma se analizan los principales motivos por los cuales las empresas no se financian a través del mercado de capitales.

En el gráfico 7.5 se puede apreciar que el 56% de las firmas encuestadas no están dispuestas a abrir su capital y que el 21% está poco dispuesta, acumulando de esta manera un 77% de empresas que no considera como alternativa válida este tipo de financiamiento. Las principales causas son la presencia de socios desconocidos en la empresa, los excesivos requisitos exigidos y la falta de conocimientos sobre el tema.

Gráfico 7.5:



Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

Otro elemento interesante es la relación positiva que existe entre el tamaño de la empresa y la disposición a cotizar en bolsa. En otras palabras, las PyME, generalmente administradas por una estructura familiar, son las más reacias respecto a la apertura de su capital.

Sin embargo, se puede apreciar un mayor interés en la emisión de obligaciones negociables. Según la encuesta, el 25% de las empresas de la muestra han considerado alguna vez la utilización de este instrumento financiero.

7.1.6. Impacto del Flujo de Capital

Las inversiones pueden reportar importantes beneficios, pero en el caso de la no implementación de una política adecuada, el efecto de las mismas se torna incierto.

Entre los beneficios de las inversiones extranjeras directas se pueden mencionar la transferencia de tecnología y management, el acceso más fluido a los mercados internacionales a través de los socios extranjeros, la mayor cantidad de recursos disponibles para inversiones productivas y la mayor exigencia para implementar una política macroeconómica estable.

Con respecto a las inversiones en cartera, éstas aumentan la liquidez del mercado de capitales, posibilitando el financiamiento de las empresas y facilitando el desarrollo de nuevos instrumentos financieros.

Sin embargo, resulta importante el desarrollo de una infraestructura adecuada para proteger los intereses de los inversores y reducir el riesgo sistemático y la volatilidad. En este sentido, queda mucho por hacer en los mercados emergentes. Por ejemplo, si se analiza la cantidad de días promedio necesarios para pagar dividendos o los días promedio que toma realizar una registración, se puede apreciar una amplia brecha entre los mercados de los países industrializados y de los países emergentes.

Por otra parte, el incremento de las inversiones en cartera provoca una rápida expansión en el crédito doméstico. Por ello, es necesario el correcto funcionamiento del sistema financiero para distribuir eficientemente los recursos. La autoridad monetaria juega también un importante rol, mediante la implementación de un adecuado sistema de supervisión y prevención ante posibles salidas de los capitales de corto plazo.

En este sentido, el desarrollo de un sistema bancario eficiente es uno de los factores fundamentales para el desarrollo del mercado de capitales, ya que permite reducir el riesgo sistemático y la consiguiente volatilidad de la economía.

Para obtener una idea acabada de la magnitud de las inversiones en cartera de los extranjeros en relación al tamaño de los mercados emergentes, el cuadro 7.6 muestra el comportamiento del flujo de capitales desde Estados Unidos hacia cuatro países emergentes desde octubre de 1993 hasta febrero de 1994. Cabe recordar que en esta última fecha este país comenzó a aplicar una política monetaria restrictiva, incrementando la tasa de descuento.

En los últimos tres meses de 1993, el ingreso mensual de capitales desde Estados Unidos hacia Hong Kong representó en promedio un 6,6% del volumen transado. Sin embargo, si se consideran los primeros dos meses de 1994 se puede apreciar una reversión en los flujos de fondos. En este período, la salida de capitales promedio mensual asciende al 3,7% del volumen promedio transado en 1993.

En México, el flujo de inversiones mensual en cartera desde Estados Unidos alcanzó al 21,2% del volumen promedio transado en 1993.



Cuadro 7.6: Flujos de Fondos Mensual de Estados Unidos (en millones de US\$)

| | oct-93 | nov-93 | dic-93 | ene-94 | feb-94 | Volumen promedio transado mensual |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------------------------------|
| Hong Kong | 1.336 | 464 | 674 | -708 | -217 | 12.500 |
| Korea | 195 | 146 | 58 | 225 | 102 | 17.642 |
| Tailandia | 21 | 82 | 37 | -64 | -7 | 6.684 |
| México | 662 | 966 | 1.736 | 452 | 280 | 5.295 |

Fuente: Capital Flows in the APEC Region, Occasional Paper IMF, Marzo 1995.

Es decir, que el flujo de inversiones extranjeras en cartera en los países emergentes representa una porción importante del total y, por lo tanto, una variación brusca de los mismos provoca un incremento en la volatilidad de los mercados bursátiles y en la economía real.

Resulta interesante analizar un caso en particular, para observar en forma más clara el impacto de las inversiones en cartera sobre los precios de los activos. En el gráfico 7.6 se puede apreciar la relación entre el stock de las inversiones en acciones de los no residentes en Argentina y la variación del índice Merval entre 1995 y 1997.

Gráfico 7.6:



Nota: Incluye inversiones de no Residentes en acciones.

Fuente: Comisión Nacional de Valores y Boletín Diario de la BCBA.

La relación entre estas dos variables es positiva. Asimismo, estos inversores representan un elevado porcentaje de la capitalización bursátil, impactando en la cotización de las acciones con cada decisión de inversión tomada. En julio de 1997, el monto de estas inversiones superaba el 10% de la capitalización bursátil de nuestro país.



7.1.7. Perspectivas de las Inversiones en Cartera

Para estimar la posible evolución de este tipo de inversiones, se analiza el nivel de actividad en Alemania, Estados Unidos y Japón junto con el comportamiento de los principales agentes. Estos últimos son los inversores institucionales, quienes, según algunas estimaciones, efectúan el 90% de las inversiones en cartera hacia los países en desarrollo. Asimismo, se mencionan las principales transformaciones realizadas por los mercados emergentes que favorecen las inversiones.

El nivel de actividad y el comportamiento del nivel de precios son los principales determinantes de la política monetaria a implementar en los países industrializados. Cabe aclarar que una política monetaria restrictiva provoca una disminución en los flujos de fondos hacia los países emergentes. Esto se debe a que un incremento en la tasa de interés (principal instrumento de política monetaria) provoca un aumento en el rendimiento de los bonos y permite obtener una mayor tasa de rentabilidad con un menor nivel de riesgo.

Es por ello que resulta de interés analizar el nivel de actividad de estos países y tratar de encontrar un índice que pueda predecir su comportamiento. Un indicador utilizado a tal fin es la "Curva de Rendimiento", la cual se calcula como la diferencia entre una tasa de largo plazo y una de corto plazo.

Como tasa de largo plazo, se considera el rendimiento de los bonos del gobierno a 30 años y como tasa de corto, se utiliza la tasa de los bonos a tres meses de plazo en Estados Unidos.

Una diferencia positiva entre una tasa de corto plazo y la tasa de los fondos federales podría estar indicando una expectativa de incremento en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal. Cabe aclarar que la tasa de los fondos federales es el precio del dinero en el circuito interbancario y que la misma no se encuentra regulada directamente por la Reserva Federal.

En el caso de las tasas de interés de largo plazo, las mismas se encuentran influenciadas por las percepciones del mercado en cuanto a los niveles futuros de inflación, actividad y tipo de cambio.

Es decir, que una pendiente positiva de la "Curva de Rendimiento" indica que las expectativas del mercado apuntan a un mayor nivel de tasas de interés y actividad. Por el contrario, una pendiente negativa representa cierto consenso en favor de una reducción en el costo del dinero y del nivel de actividad.

En los gráficos 7.7, 7.8 y 7.9 se puede apreciar la relación entre la "Curva de Rendimiento" y el crecimiento del PBI, nivel de precios y rendimiento de las acciones para Alemania, Estados Unidos y Japón. En los tres países considerados, se observa que el diferencial de tasa de interés se adelanta un período respecto al crecimiento del PBI.

Se puede afirmar, en base a la pendiente de la "Curva de Rendimiento", que el consenso del mercado se orienta hacia una disminución en la tasa de crecimiento de los países analizados.

Cabe esperar que, de no producirse un brusco cambio de escenario a nivel internacional, se presente una evolución favorable en el flujo de fondos hacia los países emergentes.

A continuación, se analiza el volumen de fondos manejado por los inversores institucionales, comparándolo con la capitalización del mercado mundial.

El total de activos manejados por los 300 mayores inversores institucionales de EE.UU. aumentó desde US\$ 535 miles de millones en 1975 hasta US\$ 7,2 billones en 1994, pasando de representar el 30% del PBI a más del 110%. Considerando los cinco países industrializados de mayor magnitud², los fondos manejados ascendían a US\$ 13 billones³.

Si se tiene en cuenta que la capitalización del mercado global en 1993 fue de US\$ 14,1 billones y que el stock de deuda de los países integrantes del grupo de los siete⁴ fue de US\$ 9 billones, se puede valorar la importancia de estos inversores.

2. Alemania, Estados Unidos, Canadá, Inglaterra y Japón.

3. Ver "International Capital Markets", IMF, agosto 1995.

4. Alemania, Estados Unidos, Canadá, Francia, Inglaterra, Italia y Japón.



Otro elemento que permite estimar la magnitud de los mencionados inversores institucionales, es el flujo de fondos que reciben mensualmente del público. En enero de 1997, el flujo de dinero a los fondos estadounidenses de inversión bursátil alcanzó un récord de US\$ 29.390 millones. Según estadísticas de la firma Investment Company Institute, de esa cifra, US\$ 6.000 millones se invirtieron en Bolsas extranjeras.

En cuanto a la composición de la cartera de los fondos institucionales de EE.UU., a fines de 1994 el monto invertido en acciones era de US\$ 2,6 billones, de los cuales sólo el 1% correspondía a títulos de los mercados emergentes⁵.

Una de las razones del aumento de las inversiones en los mercados emergentes es la baja correlación que éstos presentan con respecto al rendimiento de los mercados desarrollados. Estudios realizados por la Corporación Financiera Internacional, muestran que la correlación entre el Índice S&P de las 500 acciones líderes que cotizan en la Bolsa de Nueva York y el Índice que elabora dicha Corporación para los mercados emergentes durante el período 1990-1995 fue de 0,4.

Si se considera la composición óptima⁶ de una cartera, la misma debería tener una participación en los mercados emergentes similar a la porción de éstos respecto a la capitalización global. En 1995, estos mercados representaban el 10,7% de la capitalización total, es decir, que en base a esta teoría se debería incrementar substancialmente la participación de activos de mercados emergentes en la cartera de estos inversores.

Entre las principales críticas a esta teoría se puede mencionar que no considera la diferencia de liquidez existente entre los distintos países, información disponible, las prácticas contables y los costos de transacción.

A continuación, se analizan las principales transformaciones realizadas por los países emergentes que favorecen las inversiones en estos mercados. Durante los últimos años se han implementado numerosas innovaciones tendientes a mejorar su eficiencia, infraestructura y sofisticación. A comienzos de 1996, existían ocho mercados de futuros y opciones y se encontraban bajo estudio más de 10, como se aprecia en el cuadro 7.7.

Cuadro 7.7: Mercado de derivados en mercados emergentes

| Mercados Emergentes | |
|---------------------------------|---|
| Con mercados de Derivados | Con mercados de Derivados en desarrollo |
| Brasil (BM&F) | Malasia (MME) |
| Sudáfrica (SAFREX) | Corea |
| Filipinas (MIFE) | Tailandia |
| Hungría (BCE & BSE) | Taiwan, China |
| China (SSE, SME, SHME, & SCCFE) | Argentina |
| Portugal (PSE) | Polonia |
| Rusia (MICEX & MCE) | Checoslovaquia |
| Malasia (KLOFFE & KLCE) | Grecia |
| | Turkía |
| | India |

Fuente: Emerging Stock Markets Factbook 1996, IFC.

5. Ver "Investment Funds in Emerging Markets", IFC 1996.

6. The rule of thumb from modern portfolio theory.



Como ejemplo de las importantes transformaciones que se están llevando a cabo en estos países, se puede mencionar el caso de Hungría, que a comienzos de 1990, poseía una economía centralmente planificada y que en la actualidad posee dos importantes mercados de derivados.

A los elementos analizados anteriormente, se les suman el impacto que producen las variaciones en los requisitos para realizar inversiones en los mercados emergentes. Tal como se observa en el cuadro 7.8, en febrero de 1991 sólo el 26% de los mercados tenía entrada libre, mientras que el 11% de los mercados poseía fuertes restricciones o directamente los No Residentes no tenían acceso. En cambio, en diciembre de 1995 el porcentaje de mercados con entrada libre se incrementó al 58% y los mercados cerrados para los No Residentes disminuyeron al 2%.

Cuadro 7.8: Requisitos para invertir en los Mercados Emergentes

| Situación del Mercado | Feb-91 | Dic-95 |
|-----------------------------|--------|--------|
| Entrada libre | 26% | 58% |
| Entrada relativamente libre | 48% | 24% |
| Restringida | 15% | 16% |
| Cerrada | 11% | 2% |

Nota: Entrada libre: sin restricciones significativas para comprar acciones. Entrada relativamente libre: se deben realizar algunos trámites para asegurar la repatriación. Restringida: Sólo permitida la compra de determinados títulos o inversores autorizados. Cerrada: acceso no permitido a inversores extranjeros.
Fuente: Emerging Stock Markets Factbook 1996, IFC.

En síntesis, en los mercados emergentes se están llevando a cabo importantes avances que incrementan la eficiencia de los mismos, tornándolos más atractivos. Sin embargo, tal como fue mencionado anteriormente, es necesario mejorar la infraestructura. Un paso fundamental para el desarrollo del mercado de capitales es avanzar en las reformas del sistema bancario, ya que el eficiente funcionamiento del mismo permite reducir el riesgo sistemático de una economía.

7.2. Mercado de Capitales en Argentina

7.2.1. Comportamiento de las Inversiones Institucionales

7.2.1.1. Administradoras de Fondos de Jubilaciones y Pensiones (AFJP)

Resulta interesante estudiar la evolución del monto de los activos manejados por las AFJP y la composición de los mismos. Si se observa esta información para la cartera manejada por el Sistema de Jubilaciones de Chile desde 1980 hasta 1995, se puede apreciar la importancia de estos inversores institucionales en el desarrollo del mercado de capitales.

Las inversiones durante los primeros años del período considerado estuvieron básicamente compuestas por depósitos bancarios y bonos del gobierno mientras que la participación de acciones sólo alcanzaba al 0,6% de la cartera. Sin embargo, luego de un período de maduración, sus activos se fueron diversificando, asumiendo un mayor nivel de riesgo que posibilitó un incremento en la rentabilidad.



Por su parte, las inversiones en papeles privados alcanzaban al 35,6% de la cartera a fines de 1995. A comienzos de la presente década estos inversores institucionales mantenían el 56% en bonos con garantía hipotecaria y bonos corporativos. Esto demuestra la importancia de las AFP de Chile en el desarrollo de nuevos instrumentos financieros.

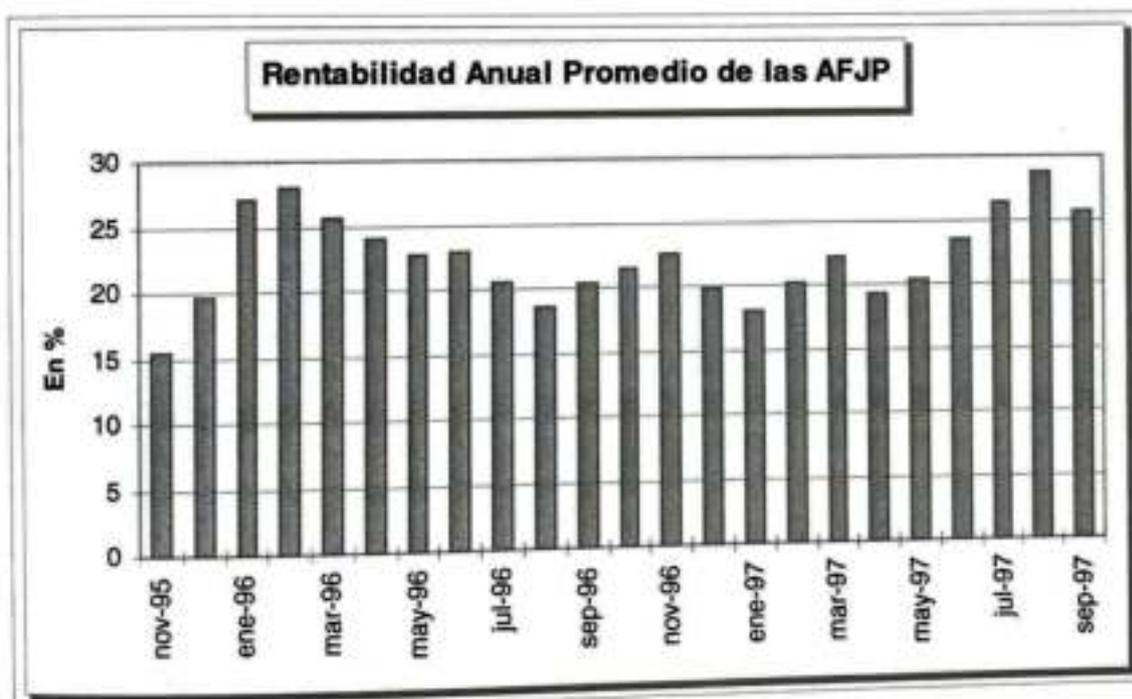
Por otra parte, la magnitud de los activos administrados por las AFP es uno de los factores que permiten a Chile reducir substancialmente la volatilidad de su mercado de capitales.

En Argentina, los fondos manejados por las AFJP al 30 de septiembre del corriente año alcanzaban un valor de \$ 8.393 millones. Al igual que en el caso chileno, se puede apreciar un incremento en su portafolio de títulos privados en detrimento del plazo fijo. Entre septiembre de 1994 y el mismo mes de 1997 la participación de acciones se incrementó desde un 3,68% hasta el 23,08% del total del portafolio.

Otro punto importante es el porcentaje de la cartera compuesta por instrumentos financieros de reciente aparición en el mercado de capitales argentino, entre los cuales se pueden mencionar los bonos estructurados, los fideicomisos financieros, los fondos cerrados de inversión en el sector agrícola-ganadero, las obligaciones negociables PyME y los títulos de deuda convertibles en acciones. Estos instrumentos representaban aproximadamente el 10% de su portafolio.

En cuanto a la tasa de rentabilidad de las carteras administradas por las AFJP, tal como se puede observar en el gráfico 7.10, la misma osciló entre un 15% y 29% anual.

Gráfico 7.10:



Fuente: Elaboración propia en base a SAFJP.

7.2.1.2. Fondos Comunes de Inversión

La creación de los primeros fondos comunes de inversión en acciones se produjo en 1960. Sin embargo, el incremento substancial en su cartera de activos se presentó en los últimos dos años. Entre 1990 y septiembre de 1997, el total de activos manejados por los FCI crecieron a



una tasa acumulativa promedio del 104% anual, alcanzando en esta última fecha \$ 5.746 millones.

Tal como se puede apreciar en el cuadro 7.9, el 39,7% de los fondos manejados por los FCI corresponden a renta fija, compuestos por ON y bonos del gobierno, brindando al inversor un menor riesgo y rentabilidad.

Los Fondos que invierten en plazo fijo representan el 35,7%, que surge de la suma de los de Plazo Fijo y los de Dinero mientras que los que invierten en Renta Variable y Renta Mixta, sólo alcanzan al 22,6% del total.

A pesar del reducido porcentaje que representan los fondos que invierten en acciones, se puede observar una tendencia creciente en el nivel de riesgo dispuesto a asumir por los ahorristas. Entre fines de 1996 y agosto de 1997, la participación de este tipo de fondos creció desde un 16,5% hasta un 22,6%.

Cuadro 7.9: Composición de los Fondos Por Tipo

| Tipo de Fondo | 1996 | Ago-97 |
|----------------|-------|--------|
| Renta Variable | 10,4% | 9,5% |
| Renta Fija | 33,7% | 39,7% |
| Plazo fijo | 44,9% | 32,5% |
| Renta Mixta | 6,1% | 13,1% |
| Cerrados | 4,3% | 2,0% |
| De Dinero | 0,6% | 3,2% |

Fuente: Elaboración propia en base a Cámara Argentina de Fondos Comunes de Inversión.

En síntesis, considerados en forma conjunta, los fondos manejados por los FCI y las AFJP representan el 4,7% del PBI o el 20% de la capitalización bursátil de nuestro país. Si bien el monto de activos administrados por inversores institucionales en nuestro país es reducido, en comparación con Chile o Estados Unidos se puede apreciar un fuerte crecimiento en los últimos años.

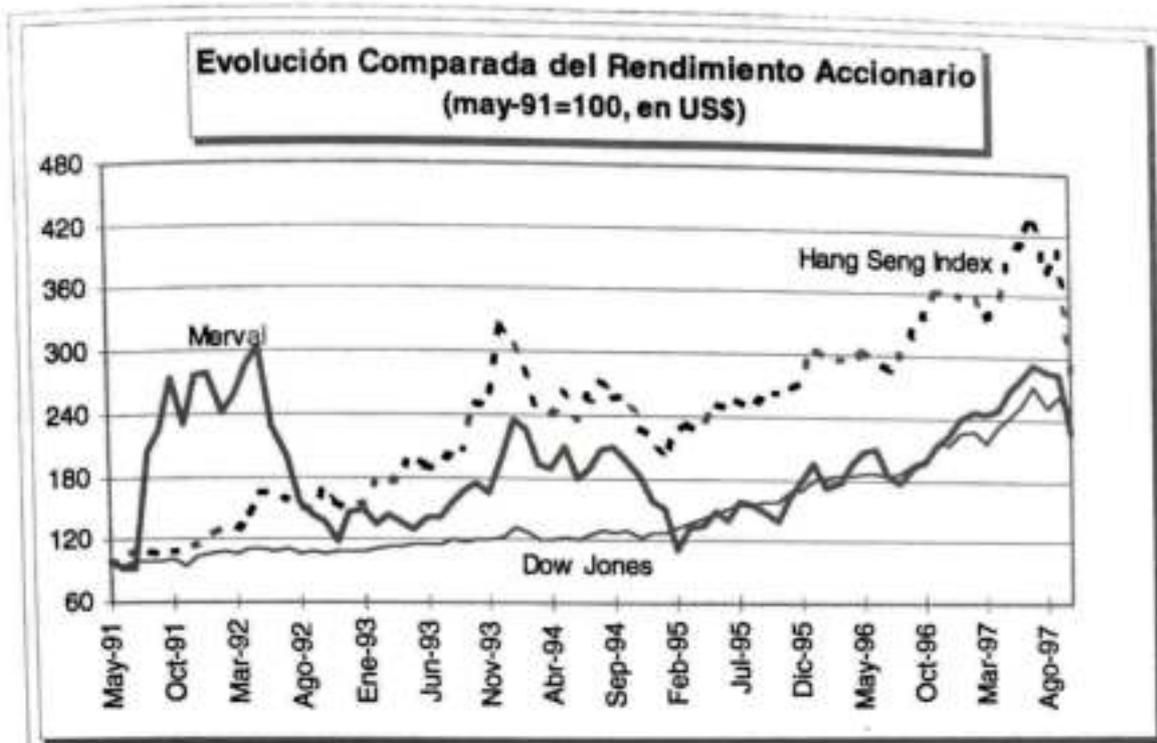
7.2.2. Evolución del Mercado de Capitales en Argentina

En primer lugar, se analiza el rendimiento en dólares del Índice Dow Jones (Estados Unidos), Hang Seng (Hong Kong) y Merval (Argentina), tomando como base mayo de 1991=100. Del análisis del gráfico 7.11 se desprende que, tanto el índice Merval como el Hang Seng, tienen asociado un elevado nivel de volatilidad.

Se puede también apreciar que la implementación de una política monetaria restrictiva (básicamente elevación de la tasa de interés) por parte de Estados Unidos a comienzos de 1994, afectó el rendimiento de las acciones en los países emergentes en mayor medida que en Estados Unidos.

Por este motivo, si se considera el incremento de los índices bursátiles como un indicador del flujo de capitales hacia los países emergentes, se puede afirmar que en términos generales, la liquidez a nivel internacional es uno de los principales factores que afectan los destinos del movimiento de capitales a nivel mundial.





Nota: las series se consideraron con una frecuencia mensual.

Fuente: Elaboración propia en base a Reuters.

Para un análisis más detallado del comportamiento del mercado accionario argentino, se utiliza la relación precio/ganancia y precio/valor libro para las acciones líderes, el volumen operado⁷ y la volatilidad.

En el gráfico 7.12 al final del capítulo se puede observar la evolución del índice Merval desde mayo de 1991 hasta octubre de 1997 y el Índice Precio/Ganancia. Este cociente se expresa en años e indica el lapso de tiempo que tardaría en recuperarse la inversión a los niveles de precios y ganancias actuales. El valor de este indicador se encuentra influenciado por la tasa de crecimiento de las ganancias de la firma y la variabilidad de las mismas.

Desde mayo de 1991 hasta octubre del corriente año, el promedio de este ratio fue de 25,6. En el único período en que muestra valores sensiblemente superiores a la media es desde mayo de 1991 hasta julio de 1992, alcanzando un máximo de 47,3.

El valor de esta relación en octubre de 1997 es de 16,8, siendo uno de los más reducidos del período analizado, a excepción de mayo de 1993 y durante la crisis provocada por el efecto tequila, donde se observan niveles más bajos.

La paridad bursátil o el cociente precio/valor libro es la relación entre el precio de mercado y el valor contable de un título, reflejando la proporción de la inversión que reconoce el mercado.

El valor medio de este indicador en el período es de 180, lo que implica que el mercado está dispuesto a pagar en promedio por las empresas líderes un 80% más que su patrimonio neto contable.

Tal como se puede apreciar en el gráfico 7.12, en abril de 1992 se alcanza un pico de 474,4. En enero de 1994, este ratio también presentó un valor extremo de 357,1, mientras que en octubre de 1997 la paridad bursátil fue de aproximadamente 150.

⁷ Sólo se considera el volumen operado en acciones líderes.

Una variable interesante para determinar el momento del ciclo bursátil por el que se atraviesa, es el volumen transado. En teoría, en la primera fase el volumen comienza a incrementarse mientras que los precios aumentan en una menor proporción. En la segunda etapa, precios y volúmenes crecen a la misma tasa. Finalmente, en la tercera fase los precios y volúmenes caen bruscamente.

En el gráfico 7.13 expuesto al final del capítulo, se puede observar la relación entre la volatilidad y el Índice Merval.

Por último, para un análisis detallado de la performance de las principales empresas durante el último año, se pueden observar los cuadros 7.10 y 7.11 al final del capítulo, donde se detalla la evolución del precio, ganancia por acción y la relación precio/valor libro y precio/ganancia para un conjunto de firmas que cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.



MERCADO DE CAPITALES

Cuadro 7.5: Número de Empresas cotizantes

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Pais | | | | | | | | | | |
| Argentina | 217 | 206 | 186 | 178 | 179 | 174 | 175 | 180 | 156 | 149 |
| Brasil | 592 | 590 | 589 | 592 | 581 | 570 | 565 | 550 | 544 | 543 |
| Chile | 231 | 209 | 205 | 213 | 215 | 221 | 245 | 263 | 279 | 284 |
| Colombia | 99 | 96 | 86 | 82 | 80 | 83 | 80 | 89 | 113 | 190 |
| Costa Rica | 61 | 71 | 76 | 78 | | 82 | 93 | | | |
| México | 155 | 190 | 203 | 203 | 199 | 209 | 195 | 190 | 206 | 185 |
| Peru | 177 | 197 | 236 | 256 | 294 | 298 | 287 | 233 | 218 | 246 |
| Venezuela | 108 | 110 | 60 | 60 | 66 | 66 | 66 | 93 | 90 | 90 |
| Total | 1,640 | 1,669 | 1,641 | 1,662 | 1,614 | 1,703 | 1,706 | 1,598 | 1,606 | 1,687 |

| | 1986 | 1987 | 1988 | 1989 | 1990 | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 |
|---------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Pais | | | | | | | | | | |
| Malasia | 223 | 232 | 238 | 251 | 282 | 321 | 369 | 410 | 478 | 529 |
| Corea | 355 | 389 | 502 | 626 | 669 | 686 | 688 | 693 | 699 | 721 |
| Indonesia | 24 | 24 | 24 | 57 | 125 | 141 | 155 | 174 | 216 | 238 |
| Taiwan, China | 130 | 141 | 163 | 181 | 199 | 221 | 256 | 285 | 313 | 347 |
| Thailandia | 98 | 125 | 141 | 175 | 214 | 276 | 305 | 347 | 389 | 416 |
| Total | 830 | 911 | 1,068 | 1,290 | 1,489 | 1,645 | 1,773 | 1,909 | 2,095 | 2,251 |

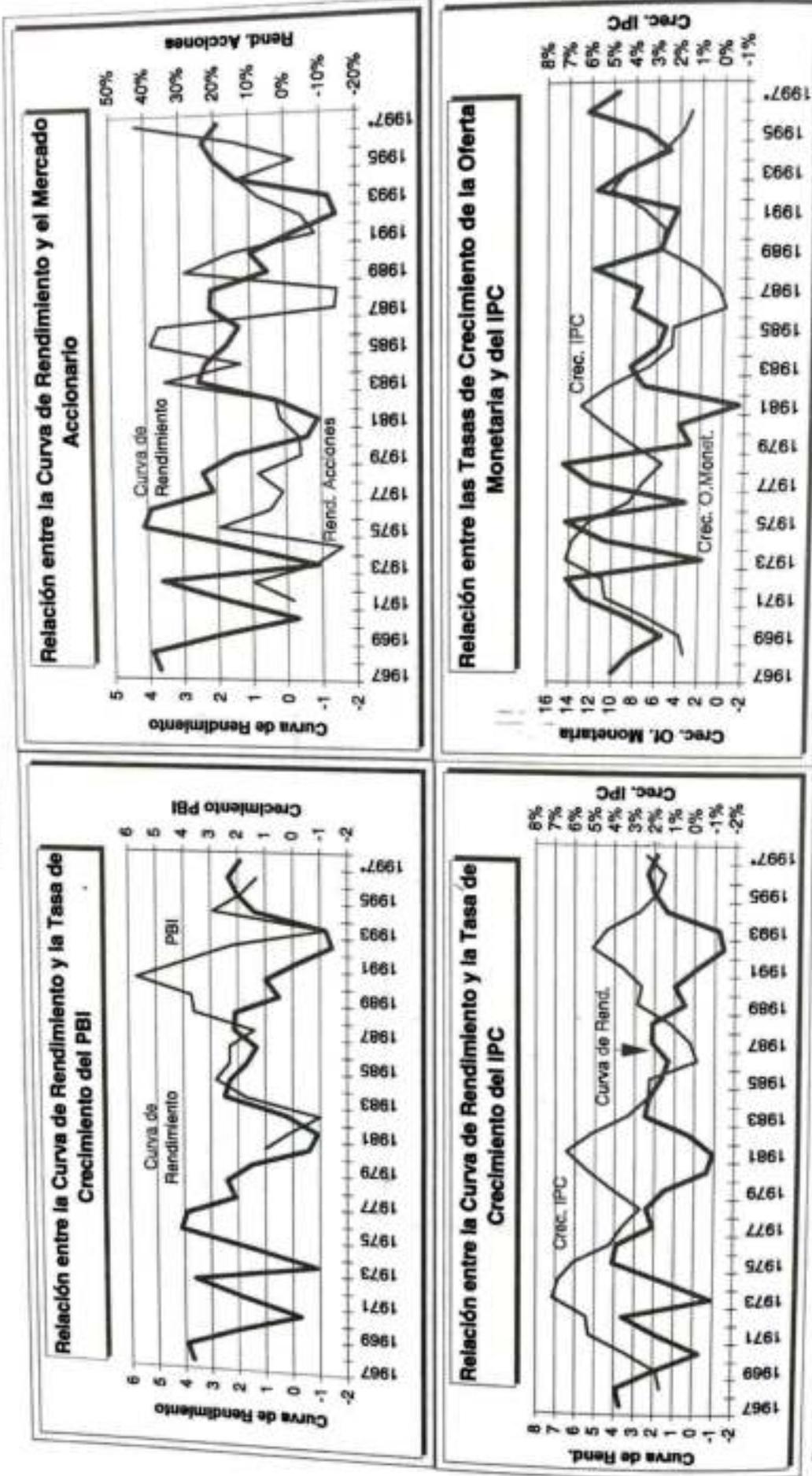
Fuente: "Emerging Stock Markets Factbook." IFC, 1996 y "Financial Fragilities in Latin America. The 1980s and 1990s." IMF, Octubre 1995.





MERCADO DE CAPITALES

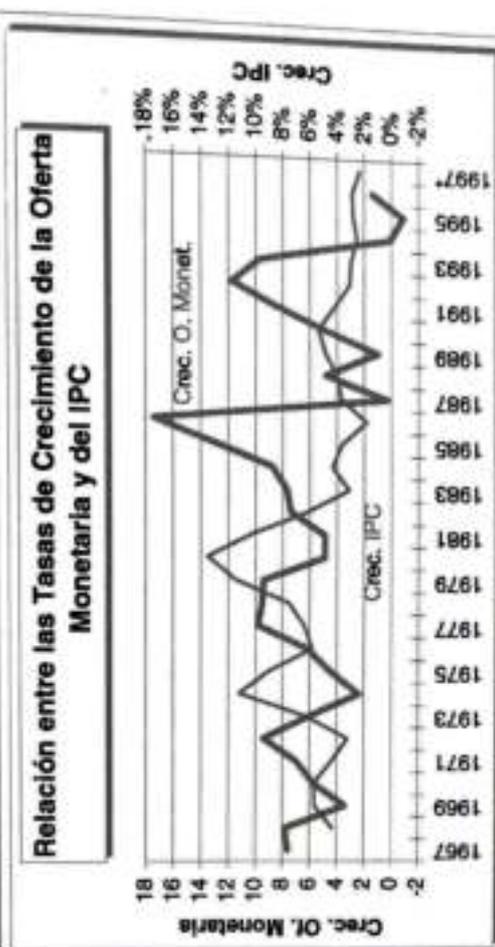
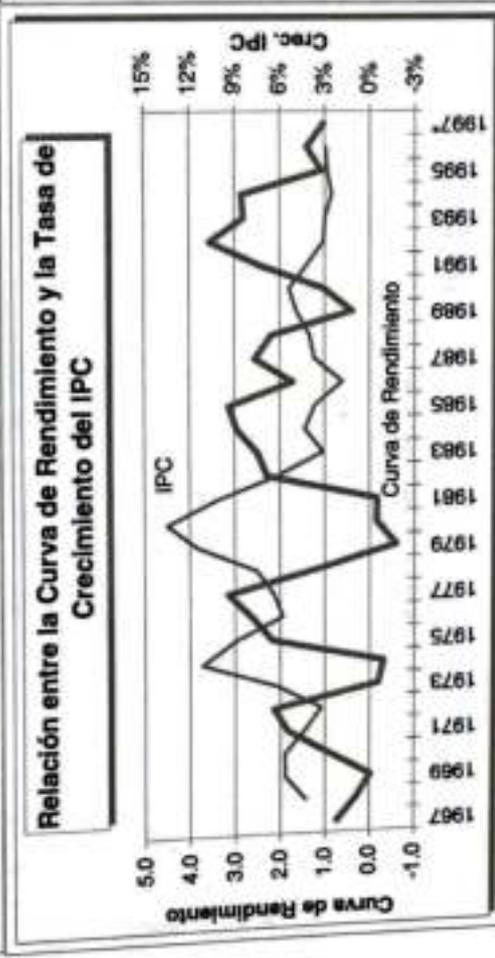
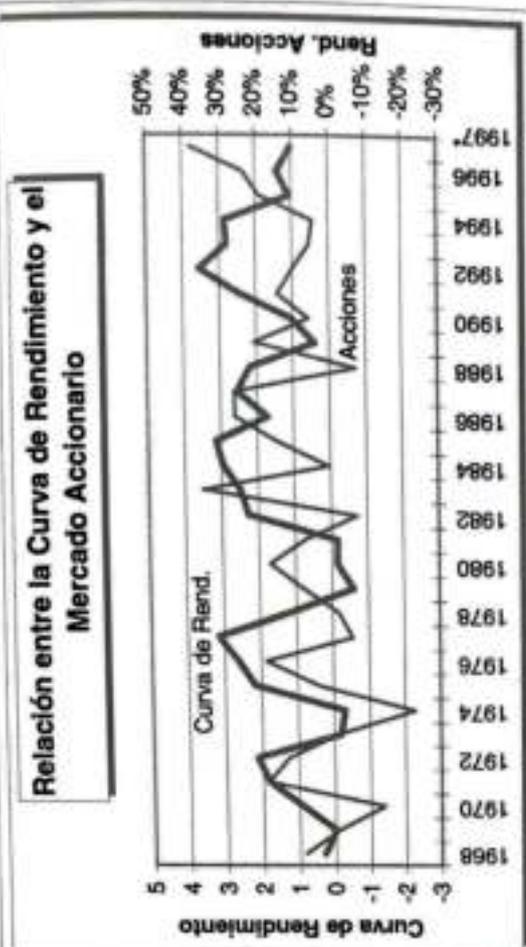
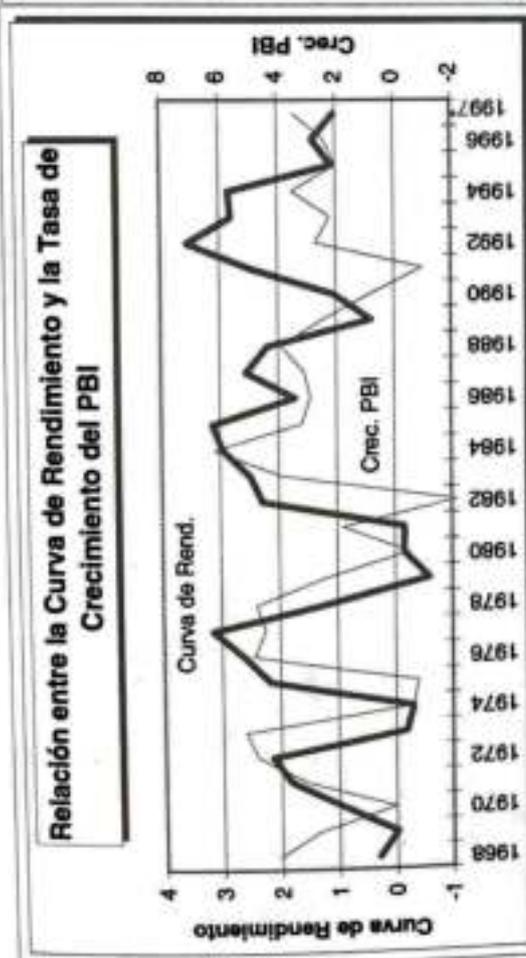
Gráfico 7.7: Alemania



Fuente: Elaboración propia en base a IFS, FMI.

MERCADO DE CAPITALES

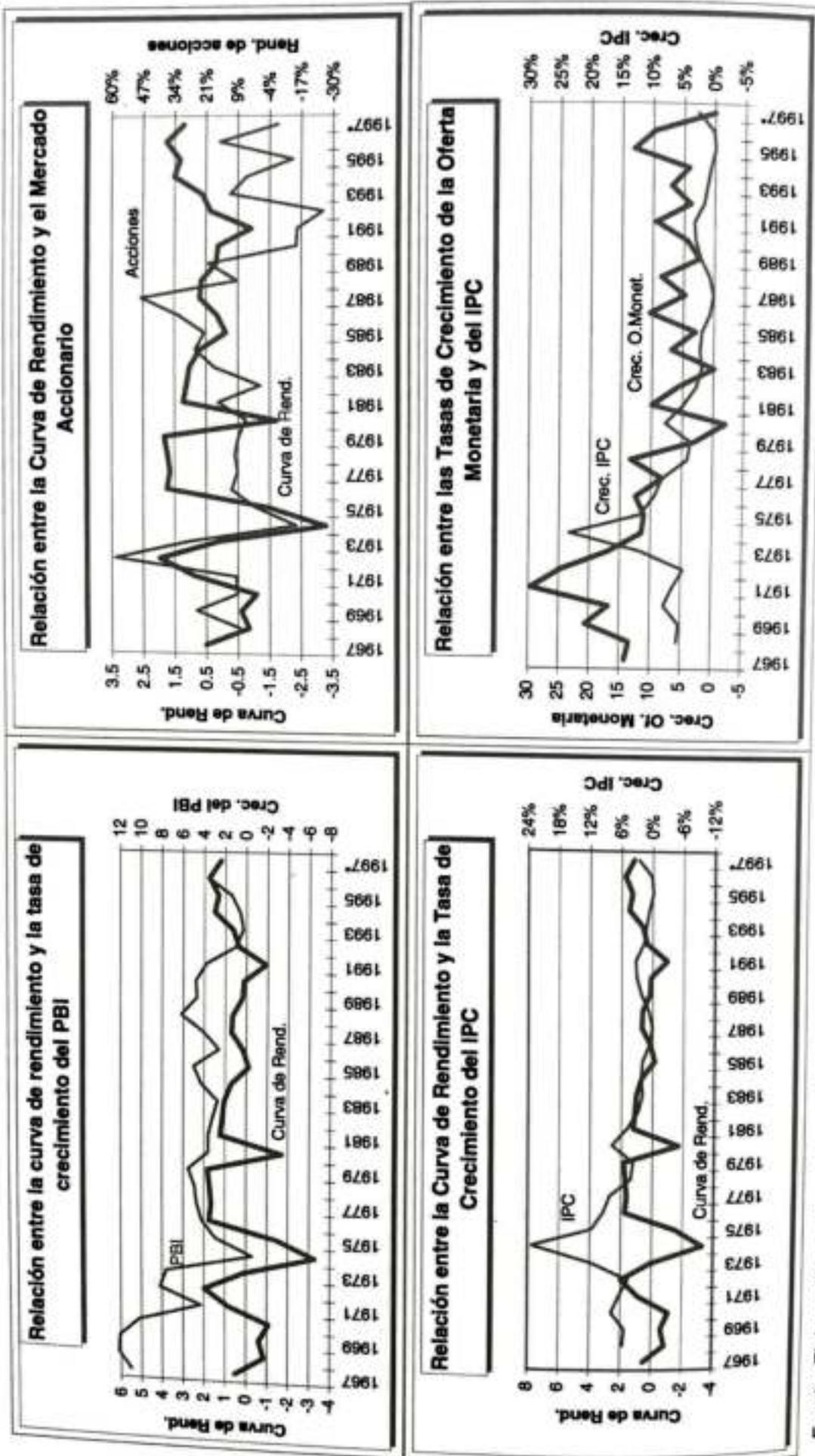
Gráfico 7.8: Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia en base a IFS, FMI.



Gráfico 7.9: Japón



Fuente: Elaboración propia en base a IFS, FMI.



MERCADO DE CAPITALES

Cuadro 7.10

| Sector | Precio Paridad al último día de cada mes | | | | | | | Ganancia por acción | | | | |
|-------------|--|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------|-------|-------|-------|-------|
| | 96-06 | 96-09 | 96-12 | 97-03 | 97-06 | 97-09 | 96-06 | 96-09 | 96-12 | 97-03 | 97-06 | 97-09 |
| Siderúrgico | ESP | 0.80 | 0.85 | 1.40 | 2.00 | 2.56 | 3.15 | - | - | - | - | - |
| | ACIN | s/d | s/d | 2.88 | 3.46 | 4.11 | 5.60 | s/d | 0.21 | 0.23 | 0.25 | 0.26 |
| | ERAR | 0.95 | 1.07 | 1.40 | 1.62 | 1.99 | 2.99 | 0.04 | 0.07 | 0.18 | 0.19 | 0.19 |
| | ERCA | 3.33 | 2.89 | 2.84 | 3.12 | 3.45 | 3.30 | 0.36 | 0.34 | 0.37 | 0.36 | 0.39 |
| Eléctrico | CECO | 3.06 | 2.76 | 2.50 | 2.81 | 2.77 | 2.73 | 0.44 | 0.42 | 0.34 | 0.36 | 0.33 |
| | CEPU | 2.14 | 2.26 | 2.27 | 2.44 | 2.32 | 2.24 | 0.23 | 0.21 | 0.21 | 0.21 | 0.21 |
| Gas | TGSU | 2.16 | s/d | s/d | 3.20 | 3.60 | 3.68 | 2.67 | s/d | 1.16 | 0.26 | 0.38 |
| Petroquím. | GARO | 1.03 | 0.95 | 1.15 | 1.15 | 1.25 | 1.24 | - | - | - | 0.09 | 0.1 |
| | INDU | s/d | s/d | s/d | s/d | s/d | 5.70 | s/d | s/d | s/d | s/d | 0.04 |
| Construoc. | CORC | 3.25 | 2.88 | 3.21 | 3.75 | 4.37 | 4.40 | 0.2 | 0.19 | 0.24 | 0.26 | 0.27 |
| | IRISA | 2.66 | 2.18 | 3.26 | s/d | 3.79 | 3.85 | 1.21 | 0.15 | s/d | 0.18 | 0.15 |
| | JMIN | 1.26 | 1.04 | 1.04 | 1.04 | 1.26 | 1.47 | - | - | - | - | - |
| | POLL | 3.57 | 3.25 | 3.53 | 3.66 | 3.91 | 3.30 | 1.08 | 0.22 | 0.15 | 0.12 | 0.1 |
| Alimenticio | MOLI | 2.00 | 1.72 | 1.77 | s/d | s/d | 2.15 | 0.09 | 0.09 | 0.07 | s/d | 0.04 |
| | CRES | 4.99 | 3.75 | 3.75 | 3.52 | 3.58 | 2.45 | - | - | - | 0.55 | 0.42 |
| Autom. | CINA | 2.90 | 2.17 | 2.52 | 2.35 | 2.04 | 1.48 | - | - | - | 0.19 | 0.02 |
| | SEVE | 4.47 | 3.84 | 4.05 | 4.62 | 5.22 | 6.05 | 0.3 | 0.28 | 0.26 | 0.27 | 0.28 |
| Telecomuni. | TECO | 2.86 | 2.42 | 2.58 | 2.91 | 3.40 | 3.68 | 0.19 | 0.17 | 0.16 | 0.16 | 0.17 |
| | TEAR | 1.69 | 1.57 | 1.87 | 1.52 | 2.12 | 1.89 | 0.15 | 0.1 | 0.11 | 0.12 | 0.13 |
| Petrolero | ASTR | 2.15 | 1.68 | 1.77 | 2.16 | 2.26 | 2.04 | 0.21 | 0.19 | 0.19 | 0.19 | 0.15 |
| | COME | 5.72 | 5.53 | 6.29 | 6.91 | 8.04 | 8.06 | 0.37 | 0.44 | 0.43 | 0.52 | 0.41 |
| | PERE | 21.33 | 21.87 | 24.37 | 25.72 | 30.17 | 36.70 | 2.16 | 2.15 | 2.05 | 2.31 | 2.54 |
| | YPPD | 11.70 | 9.03 | 11.98 | 14.10 | 15.60 | 13.80 | 0.06 | 0.39 | 0.64 | 0.79 | 0.9 |
| Bancaño | BSUD | 8.08 | 7.37 | 9.35 | 9.98 | 10.83 | 10.83 | 0.44 | 0.58 | 0.51 | 0.61 | 0.66 |
| | FRAN | 5.34 | 4.62 | 6.01 | 6.12 | 6.65 | 7.35 | 0.32 | 0.36 | 0.32 | 0.34 | 0.36 |
| | GALI | 0.75 | 0.59 | 0.86 | 0.88 | 0.98 | 0.73 | - | 0.03 | 0.03 | 0.02 | - |
| Otros | ALPA | 1.12 | 0.86 | 1.06 | 0.80 | 0.70 | 0.51 | - | - | - | - | - |
| | CELU | 607.40 | 558.86 | 649.37 | 706.08 | 808.41 | 822.47 | s/d | 21.1 | 24.6 | 22.82 | 26.57 |
| | MERV | - | - | - | - | - | - | - | - | - | - | 20.92 |

Fuente: Elaboración propia en base a IAMC.



MERCADO DE CAPITALES

Cuadro 7.11

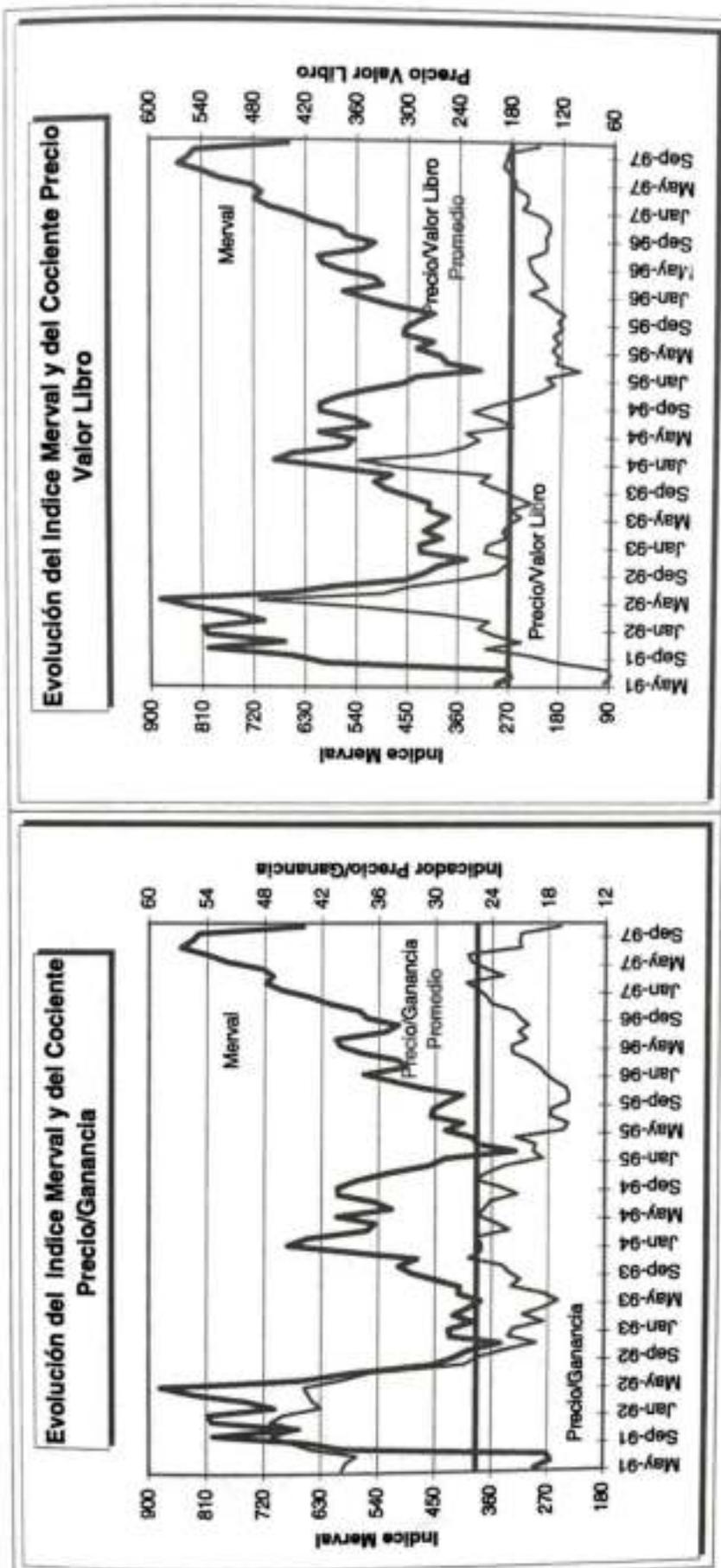
| Sector | Precio / Valor Libro | | | | | | Precio / Ganancia | | | | | |
|---------------|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 96-06 | 96-09 | 96-12 | 97-03 | 97-06 | 97-09 | 96-06 | 96-09 | 96-12 | 97-03 | 97-06 | 97-09 |
| ESP | | | | | | | | | | | | |
| Siderurgico | 21.1% | 53.1% | 85.9% | 119.1% | 150.6% | 180.8% | s/d | s/d | 13.7 | 14.8 | 16.8 | 22.5 |
| ACIN | s/d | s/d | 178.9% | 214.9% | 250.6% | 325.6% | 39.1 | 21.5 | 15.4 | 11.9 | 13.8 | 21.4 |
| ERAR | 86.6% | 92.6% | 112.7% | 130.3% | 157.9% | 189.2% | 10.2 | 9.5 | 8.3 | 9.5 | 9.7 | 8.6 |
| ERCA | 131.4% | 114.3% | 109.3% | 121.2% | 120.2% | 123.1% | 8.1 | 7.6 | 7.1 | 9.4 | 8.5 | 8.3 |
| Eléctrico | 99.2% | 88.2% | 81.2% | 88.9% | 83.4% | 75.2% | 10.6 | 11.6 | 12.0 | 12.4 | 11.7 | 10.9 |
| CEPU | 188.3% | 184.2% | 190.7% | 190.3% | 187.6% | 165.9% | 1.4 | s/d | s/d | 2.8 | 13.8 | 9.7 |
| TGSU | 54.9% | s/d | s/d | 71.0% | 79.0% | 78.1% | - | - | - | - | 13.7 | 12.4 |
| Gas | 104.3% | 96.7% | 115.0% | 107.5% | 115.3% | 112.3% | s/d | s/d | s/d | s/d | s/d | 142.4 |
| Petroquím. | 148.2% | 128.0% | 137.8% | 159.6% | 179.8% | 175.3% | 17.1 | 16.1 | 17.1 | 15.9 | 17.1 | 16.3 |
| GARO | 105.7% | 86.6% | 128.4% | s/d | 143.7% | 145.3% | 21.5 | 18.5 | 28.3 | s/d | 26.8 | 25.5 |
| INDU | 84.0% | 72.2% | 80.6% | 109.5% | 141.6% | 179.3% | - | - | - | - | - | - |
| Construccion. | 186.1% | 174.5% | 185.4% | 193.7% | 198.5% | 170.1% | 9.7 | 14.7 | 24.1 | 31.3 | 38.9 | 32.6 |
| CORIC | 163.9% | 138.7% | 145.1% | s/d | 144.3% | 144.3% | 22.2 | 19.6 | 26.1 | s/d | s/d | 61.0 |
| IRSA | 213.2% | 159.4% | 158.3% | 126.8% | 121.5% | 89.4% | - | - | - | 8.0 | 7.5 | 5.9 |
| JMIN | 83.6% | 61.5% | 71.8% | 67.9% | 61.1% | 48.8% | - | - | - | 12.3 | 98.4 | - |
| POLL | 195.8% | 164.2% | 163.5% | 194.1% | 213.1% | 239.1% | 15.9 | 14.4 | 15.6 | 17.3 | 19.4 | 21.6 |
| MOLI | 202.7% | 172.4% | 177.0% | 199.3% | 227.0% | 243.7% | 15.7 | 14.5 | 16.0 | 18.1 | 21.1 | 21.9 |
| Alimenticio | 126.0% | 117.5% | 136.4% | 108.3% | 136.6% | 124.3% | 15.9 | 16.2 | 16.7 | 12.8 | 17.4 | 14.3 |
| CRES | 171.2% | 133.0% | 139.1% | 166.0% | 171.6% | 117.2% | 14.5 | 12.6 | 13.8 | 16.8 | 16.8 | 14.0 |
| CINA | 321.1% | 286.4% | 307.0% | 323.4% | 363.8% | 340.1% | 18.0 | 14.4 | 16.2 | 15.0 | 17.4 | 19.5 |
| SEVE | 132.7% | 136.2% | 144.8% | 146.5% | 164.8% | 198.9% | 10.4 | 10.6 | 12.3 | 11.4 | 12.1 | 14.4 |
| TECO | 117.3% | 104.6% | 135.7% | 154.8% | 168.1% | 145.3% | 187.6 | 23.0 | 18.8 | 17.9 | 17.3 | 14.4 |
| TEAR | 227.8% | 199.3% | 231.4% | 249.5% | 261.6% | 247.8% | 21.5 | 15.1 | 18.2 | 16.3 | 16.4 | 15.0 |
| ASTR | 232.1% | 191.0% | 261.3% | 220.1% | 235.8% | 242.6% | 20.2 | 15.4 | 18.8 | 18.1 | 18.5 | 19.5 |
| COME | 60.5% | 47.6% | 68.8% | 70.0% | 125.0% | 97.3% | 217.9 | 23.3 | 29.0 | 48.1 | - | - |
| PERE | 40.6% | 61.4% | 23.5% | 23.3% | 109.4% | 63.8% | - | - | - | - | - | - |
| YPFD | 160.2% | 139.7% | 144.6% | 161.2% | 182.1% | 184.9% | 20.3 | 21.1 | 24.6 | 22.8 | 26.6 | 20.9 |
| BSUD | | | | | | | | | | | | |
| FRAN | | | | | | | | | | | | |
| GALI | | | | | | | | | | | | |
| ALPA | | | | | | | | | | | | |
| CELU | | | | | | | | | | | | |
| MERV | | | | | | | | | | | | |

Fuente: Elaboración propia en base a IAMC.
 Nota: (-) Relación precio / ganancia negativa.



MERCADO DE CAPITALES

Gráfico 7.12

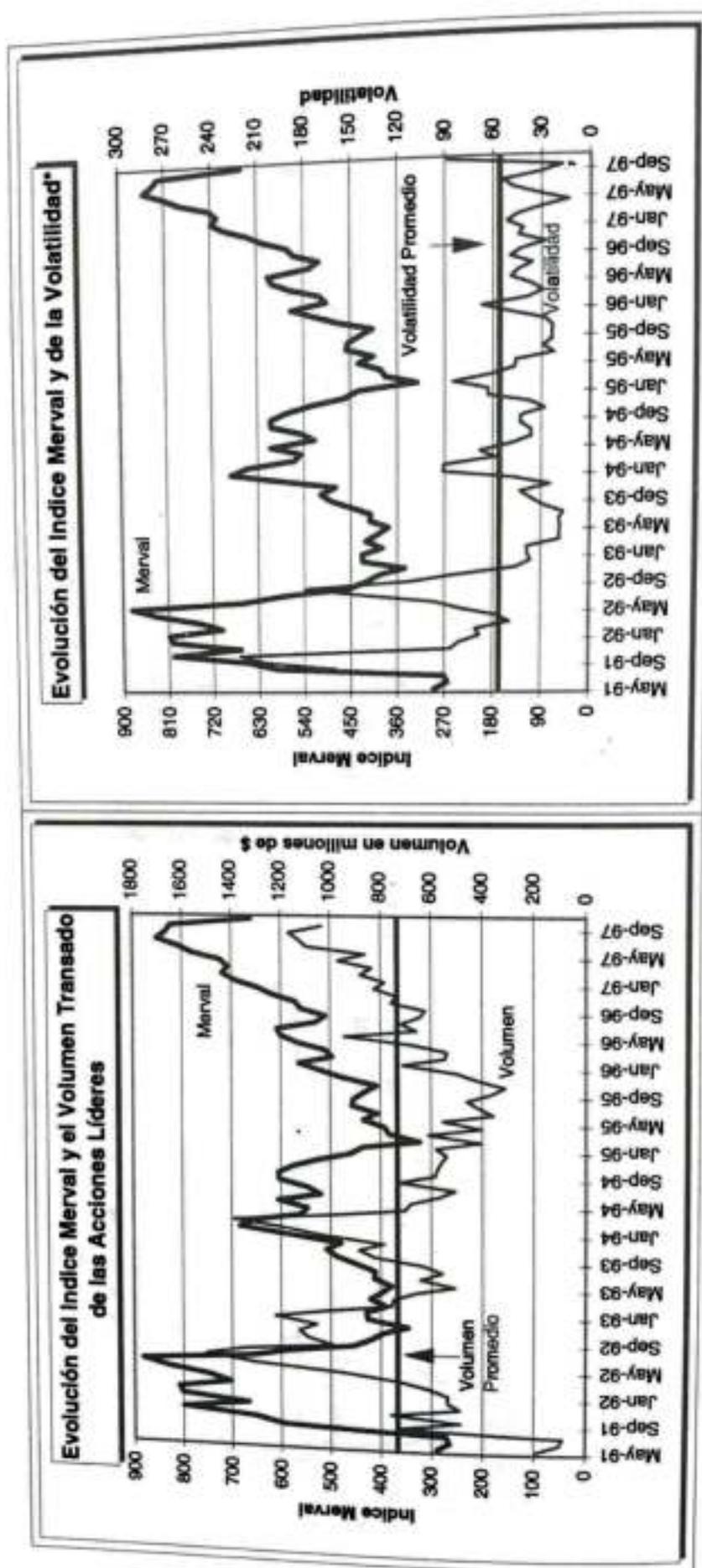


Fuente: Elaboración propia en base IAMC.





Gráfico 7.13



Nota: * Volatilidad = Desviación standar últimos cuatro periodos.
Fuente: Elaboración propia en base IAMC.